

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**DESEQUILÍBRIO EXTERNO E CRESCIMENTO
ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DAS PRINCIPAIS
CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E DA EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA NO PERÍODO 1968-2002**

ANNA CAROLINA SABA DOS REIS

matrícula nº 107326288

ORIENTADOR: Prof. Doutor Fabio Neves Peracio de Freitas

ABRIL 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**DESEQUILÍBRIO EXTERNO E CRESCIMENTO
ECONÔMICO: UMA ANÁLISE DAS PRINCIPAIS
CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E DA EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA NO PERÍODO 1968-2002**

ANNA CAROLINA SABA DOS REIS

matrícula nº 107326288

ORIENTADOR: Prof. Doutor Fabio Neves Peracio de Freitas

ABRIL 2012

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

RESUMO

Crises de balanço de pagamentos e outras formas de desequilíbrio externo são restrições bastante relevantes ao crescimento econômico de longo prazo, sobretudo em economias caracterizadas por uma alta dependência do setor externo. Este trabalho busca analisar as relações entre o crescimento econômico e as restrições impostas pelo setor externo, tanto sob uma perspectiva teórica quanto de um ponto de vista empírico. No campo teórico, são expostas as diversas abordagens sobre o tema, enfatizando-se possíveis pontos comuns e eventuais discordâncias. No plano empírico, é realizada uma breve análise da economia brasileira no período 1968-2001, onde busca-se explorar as complexas relações entre o setor externo, a política econômica e o desempenho dos agregados macroeconômicos.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	5
CAPÍTULO I – ABORDAGENS HISTÓRICAS	8
I.1 – Prebisch e a problemática da inserção internacional latino-americana	8
I.2 – Industrialização por substituição de importações: o estrangulamento externo como indutor do desenvolvimento	12
I.3 – O “ciclo endógeno” de acumulação e a endogeneização da restrição externa	15
CAPÍTULO II – MODELOS TEÓRICOS	21
II.1 – O modelo de dois hiatos	21
II.2 – Thirlwall e os limites externos sobre a demanda	26
II.3 – A restrição externa no contexto do <i>supermultiplicador sraffiano</i>	33
CAPÍTULO III – ANÁLISE EMPÍRICA	38
III.1 – Padrões de crescimento e inserção externa	38
III.2 – Crescimento com endividamento externo: 1968-1979	42
III.3 – Estagnação econômica, ajuste externo e reformas: 1980-1993	44
III.4 – Estabilização e retomada do desequilíbrio externo: 1994-2002	47
CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	52

INTRODUÇÃO

Crises de balanço de pagamentos, seguidas por contrações da atividade econômica, constituíram uma realidade bastante freqüente na história das economias latino-americanas ao longo do século XX. Em diversos momentos, o processo de desenvolvimento econômico na região levou alguns países para situações persistentes de estrangulamento externo, forçando a adoção de medidas corretivas, na maioria das vezes de cunho recessivo. Esse fato estilizado, por si só, já parece ser um bom indicativo da existência de alguma relação entre o tipo de inserção externa de uma economia e o seu padrão de crescimento. No entanto, o caráter dessa relação, assim como a sua lógica e funcionamento, são objeto de intensa controvérsias entre os economistas. De um lado, as teorias neoclássicas do crescimento atribuem pouca ênfase, senão nenhuma, a essa relação. Na maioria dos modelos, supõe-se que a moeda é neutra e que os preços são flexíveis, de modo que eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos são automaticamente corrigidos através de ajustes de preços relativos, sem grandes prejuízos ao crescimento econômico de longo prazo. Este é determinado, em última instância, pela disponibilidade de fatores e pelo progresso tecnológico. Em oposição ao paradigma neoclássico, diversas abordagens alternativas – que aqui chamaremos de abordagens *heterodoxas* – se dedicam a investigar de que formas o desequilíbrio externo pode atuar como uma restrição efetiva ao crescimento de longo prazo.

O objetivo deste trabalho é, em primeiro lugar, expor de uma maneira bastante detalhada as diversas abordagens *heterodoxas* acerca da restrição externa ao crescimento, ressaltando possíveis pontos comuns e eventuais discordâncias. Para fins analíticos, as abordagens foram divididas em dois grupos principais. De um lado, situam-se as chamadas *abordagens históricas*, teorias originadas de análises críticas do processo histórico de desenvolvimento latino-americano em geral, e do brasileiro em particular. E, do outro lado, situam-se *modelos teóricos*, que buscam construir um arcabouço teórico mais geral, independente de arranjos históricos específicos, para a investigação das relações entre crescimento econômico e desequilíbrio externo. Após a revisão das principais abordagens, o segundo objetivo deste trabalho é estabelecer uma ponte entre a teoria e a realidade empírica. Assim, após detalhar as diversas contribuições teóricas, passamos para uma análise da economia brasileira recente, buscando enfatizar as relações entre o crescimento e o comportamento do setor externo. Uma descrição mais completa da estrutura do trabalho é fornecida a seguir.

O Capítulo I abrange as *abordagens históricas* da restrição externa e é dividido em três seções. Na seção I.1, é discutida a crítica de Prebisch à inserção das economias periféricas na divisão internacional do trabalho. Segundo o autor, a especialização em produtos primários comprometia o crescimento de longo prazo das economias latino-americanas, na medida em que perpetuava desequilíbrios estruturais no balanço de pagamentos. A solução proposta por ele, a industrialização, é analisada extensivamente na seção I.2, através da análise clássica de Tavares (1963) acerca do processo de substituição de importações (SI). Segundo a autora, o desequilíbrio externo era o grande responsável pela dinâmica do modelo de SI, só que de uma forma bastante contraditória: embora tenha sido induzida pelo problema do estrangulamento externo, a industrialização por SI tendia a agravar os desequilíbrios no curto prazo. Nesse sentido, industrialização e restrição externa eram duas faces da mesma moeda. Finalmente, a seção I.3 apresenta a teoria do “*ciclo endógeno*”, que incorpora os fluxos de capitais à análise e argumenta que a industrialização brasileira pós-Plano de Metas não só se liberta dos limites impostos pelo setor externo, como também passa a influenciar a sua dinâmica.

O Capítulo II expõe os *modelos teóricos* de restrição externa encontrados na literatura, e é dividido em duas seções. Na seção II.1, introduzimos o modelo de dois hiatos, um modelo de planejamento que investiga a taxa máxima de crescimento compatível com as características estruturais e com o equilíbrio externo da economia. A idéia central do modelo é que uma economia planejada, que empregue todos os recursos disponíveis em usos produtivos, está sujeita a dois tipos de restrição: a disponibilidade de recursos para investimento (hiato de poupança) e a disponibilidade de moeda estrangeira para financiar importações (hiato de divisas). Mudando radicalmente de ênfase, as seções II.2 e II.3 descrevem modelos liderados pela demanda e se dedicam a analisar os limites que a restrição externa pode impor ao crescimento. Segundo esse tipo de abordagem, o desequilíbrio externo é um fator limitante do crescimento econômico na medida em que obriga a contração da demanda efetiva para que o equilíbrio nas contas externas seja restabelecido. Dois tipos de modelos, com hipóteses e resultados diferentes, são analisados: na seção II.2, modelos pós-keynesianos da tradição de Thirlwall, e, na seção II.3, o modelo do *supermultiplicador sraffiano* para economias abertas.

Por fim, o Capítulo III é dedicado à análise empírica da economia brasileira no período 1968-2002, através do acompanhamento e da evolução das principais contas do balanço de pagamentos e outros indicadores externos. O foco da análise reside na dinâmica das duas grandes crises externas do período: a crise da dívida da década de 1980 e a crise

cambial de 1999, assim como suas consequências para o crescimento econômico. Em ambos os momentos, podemos observar a deterioração de indicadores de solvência e sustentabilidade do déficit externo, assim como a ocorrência de eventos externos adversos. A sub periodização proposta no capítulo (1968-1979, 1980-1993 e 1994-2002) faz uso de tais indicadores e é motivada por uma tentativa de encontrar padrões acerca da inserção externa brasileira. Em função da proximidade temporal e da ausência de um consenso acadêmico sobre o tema, optamos por não incluir a recente crise financeira na análise. Essa decisão, assim como o foco nas crises, levou-nos também a excluir os anos pré-crise (2003-2006) – uma fase extremamente favorável ao setor externo – sem grandes prejuízos à análise. Com isso, três regimes distintos de crescimento e inserção externa são analisados, buscando-se explorar em cada um deles as complexas relações entre o setor externo, a política econômica e o desempenho dos agregados macroeconômicos.

CAPÍTULO I – ABORDAGENS HISTÓRICAS

I.1 - Prebisch e a Problemática da Inserção Internacional Latino-Americana

A questão do desequilíbrio externo foi intensamente explorada por Prebisch, um dos principais expoentes teóricos da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL). Usando o modelo analítico centro-periferia, uma das principais contribuições de Prebisch foi sua análise crítica da inserção latino-americana na divisão internacional do trabalho. Tal análise pode ser dividida em dois argumentos principais: o primeiro relativo à tendência secular de deterioração nos termos de troca e o segundo relativo aos limites estruturais ao crescimento nas economias primário-exportadoras, do qual advém a necessidade dinâmica da industrialização. Juntos, esses dois fenômenos levariam a uma tendência persistente ao desequilíbrio externo.

A tese da deterioração dos termos de troca (PREBISCH, 1949) originou-se da percepção de que, ao contrário do que previa a teoria convencional do comércio internacional, os frutos do progresso técnico nos países centrais não vinham sendo repartidos com os países periféricos. Na realidade, além de reterem os benefícios de seus aumentos de produtividade, os países centrais ainda se apropriariam de parte dos ganhos de produtividade dos países periféricos. Partindo da constatação de que nas últimas décadas o progresso técnico havia sido maior na indústria do que na agricultura, Prebisch (1949) argumentou que, se a realidade se comportasse segundo a teoria convencional, a redução de custos proveniente da maior produtividade na indústria geraria uma tendência de queda nos preços industriais, elevando o poder de compra das exportações primárias da periferia. Com isso, o progresso técnico nos países centrais favoreceria também os países periféricos, e os benefícios seriam distribuídos igualmente por meio do comércio internacional. No entanto, Prebisch (1949) argumentava, a relação de preços apresentava uma tendência oposta à descrita acima: os dados para o período de 1870 até a Segunda Guerra Mundial apontavam uma tendência de aumento dos preços industriais, indicando um movimento geral de deterioração dos termos de troca dos países primário-exportadores.

A explicação de Prebisch (1949) para o fenômeno baseava-se na dinâmica cíclica do capitalismo e no comportamento dos empresários e trabalhadores nos países centrais ao longo do ciclo econômico. Na fase ascendente do ciclo econômico, a pressão dos trabalhadores e

sindicatos por maiores salários e a busca dos industriais por maiores margens de lucros teriam atuado como contrapesos à redução de custos decorrente das inovações técnicas, neutralizando a redução de preço que seria esperada dos produtos industrializados. E, na fase minguante do ciclo, a capacidade dos empresários em defender suas margens de lucro associada à resistência à redução salarial por parte dos trabalhadores altamente organizados dos países centrais impediria uma redução de preços expressiva. Na produção primária da periferia, em oposição, qualquer redução de custo decorrente de ganhos de produtividade fora sempre repassada aos preços finais, seja pela desorganização dos trabalhadores agrícolas, seja pela superabundância de mão de obra potencial naquelas atividades.

Uma representação esclarecedora do fenômeno é encontrada em Rodrigues (1981). O autor sintetiza as idéias de Prebisch (1949) através da seguinte equação:

$$y = \frac{L_p P_p}{L_i P_i},$$

onde L_p e L_i representam a produtividade média do trabalho na produção primária e industrial, P_p e P_i representam os preços da produção primária e industrial e y expressa a relação entre a renda real média por trabalhador ocupado em cada uma das atividades. Supondo que o progresso técnico é mais elevado nas atividades industriais, ou seja, admitindo-se que a razão L_p/L_i tende a decrescer ao longo do tempo, a relação de preços P_p/P_i deveria se elevar na mesma proporção para que a relação entre as rendas médias permanecesse constante. Nesse caso, haveria uma distribuição igualitária dos frutos do progresso técnico, como previsto pelas teorias convencionais do comércio internacional. Mas ocorria justamente o contrário: à medida em que a razão L_p/L_i decrescia, declinava também a relação de preços P_p/P_i . Consequentemente, inaugurava-se um processo de divergência das rendas médias, com a renda dos países centrais crescendo a uma taxa superior à dos países periféricos. É importante notar que, com a deterioração nos termos de troca, essa disparidade nas taxas de crescimento era ainda *maior* que a disparidade gerada simplesmente pelos diferentes ritmos de crescimento da produtividade. Portanto, além de apropriarem-se dos frutos de seu progresso técnico, os países centrais também se apropriariam de parte do progresso técnico dos países primário-exportadores.

“A queda da relação de intercâmbio traz implícito o fato de que, nas economias periféricas, a renda média aumenta menos do que a produtividade do trabalho ou, em outras palavras, que essas economias ‘perdem’ parte dos frutos de seu próprio progresso técnico, ‘transferindo-os’ parcialmente para os grandes centros.” (RODRIGUEZ, 1981, p. 55)

O segundo problema apontado por Prebisch (1952) para as economias periféricas, porém, transcendia a questão dos termos de troca. Focando exclusivamente em características estruturais da demanda e da oferta nas economias capitalistas e na evolução da técnica produtiva, Prebisch (1952) argumentava que, caso permanecessem especializadas na exportação de produtos primários, as economias periféricas estariam condenadas a um ritmo de crescimento inferior ao das economias centrais. O motivo apontado era simples: as perspectivas de crescimento da demanda por produtos primários era bastante inferior às dos produtos industrializados, e o avanço do progresso técnico contribuía para agravar ainda mais tal descompasso.

Do ponto de vista da demanda por insumos de produção, o avanço do progresso técnico nas economias industrializadas contribuía para que as matérias-primas perdessem importância relativa nos produtos finais. Em primeiro lugar, a produção de bens cada vez mais complexos e sofisticados implicava uma redução na participação das matérias primas em cada etapa da cadeia produtiva, assim como no produto final. Além disso, o aprimoramento das técnicas de produção fazia com que uma mesma quantidade de matéria prima fosse melhor utilizada e aproveitada, juntamente com seus subprodutos e produtos correlatos. Por fim, o desenvolvimento de produtos sintéticos avançava e se consolidava como uma alternativa economicamente viável aos insumos primários. Conseqüentemente, a demanda intermediária por bens agrícolas tendia a crescer a um ritmo inferior à expansão da indústria, gerando uma contração da participação da atividade primária no produto mundial.

Do ponto de vista da demanda final, o progresso técnico havia gerado um expressivo aumento da produtividade e da renda per capita nos países industrializados. Como consequência desse processo, os padrões de consumo diversificavam-se rumo a novas formas de necessidade e satisfação. Os produtos industriais, os alimentos processados e os serviços pessoais passaram a ocupar uma proporção cada vez maior da demanda do homem moderno, em detrimento dos alimentos habituais.

Com base nessas constatações, Prebisch (1952) concluiu que a demanda total por produtos primários nos centros industrializados apresentava uma tendência de crescimento a longo prazo inferior ao crescimento da renda real, ou seja, a elasticidade-renda da demanda por exportações primárias era inferior à unidade. Dessa forma, os países que continuassem a concentrar suas estruturas produtivas em torno da atividade primário-exportadora estariam destinados a crescer a taxas inferiores às dos grandes centros industriais.

Vale ressaltar que a esses condicionantes estruturais do fraco dinamismo das exportações primárias se somava um outro, de caráter histórico. Segundo a análise da CEPAL, ao longo das duas guerras mundiais e da grande depressão houve a transferência do centro cíclico principal da Grã-Bretanha para os EUA, o que gerou importantes conseqüências para os países periféricos. Ao contrário da Grã-Bretanha, cuja economia era complementar em relação às economias periféricas e possuía um significativo grau de abertura, a economia norte-americana apresentava um baixo coeficiente de importações e fortes tendências protecionistas. Para os países periféricos em geral, e para o Brasil em particular, isso representava uma demanda ainda mais fraca por suas exportações e uma escassez generalizada de dólares para o financiamento do comércio internacional.

Em síntese, as características estruturais da produção periférica, a dinâmica do progresso técnico e o caráter auto-centrado do novo centro cíclico principal não ofereciam boas perspectivas para os países periféricos cujo crescimento era baseado na exportação de produtos primários. Os prospectos de baixo crescimento das exportações colocavam as economias periféricas em um caminho onde, caso a estrutura produtiva permanecesse essencialmente agrário-exportadora, o atraso relativo ao centro se perpetuaria ao longo do tempo, e o tão desejado desenvolvimento econômico dificilmente seria alcançado.

Embora grande parte da argumentação de Prebisch e da Cepal estivesse centrada nos limites ao crescimento de longo-prazo, havia também uma preocupação mais imediata e emergencial, que tendia a se perpetuar e se reforçar a partir dos fenômenos abordados acima: a tendência crônica ao desequilíbrio externo. A deterioração nos termos de troca e a fraca perspectiva de ampliação no volume exportado significavam uma contínua redução no poder de compra das exportações, comprometendo a capacidade do país de obter divisas. Admitindo-se que as importações apresentem forte correlação com o nível de renda, como se verá a seguir, o fraco crescimento das receitas de exportação implicava em um persistente descompasso entre a capacidade de importar e a demanda por importações. De fato, crises de balanço de pagamento eram fatos rotineiros nas economias periféricas desde o século XIX, e seus remédios, em geral volumosos empréstimos estrangeiros, apenas contribuíam para aumentar a vulnerabilidade externa. Em suma, qualquer projeto de desenvolvimento econômico na América Latina se defrontava com dois desafios principais. No longo prazo, era preciso superar os limites ao crescimento da produtividade e da renda real, impostos tanto pela estrutura produtiva, predominantemente agrário-exportadora, quanto pela dinâmica do comércio internacional. E, no curto prazo, era preciso atentar para as contas externas,

condição necessária para que um estrangulamento de divisas não comprometesse o projeto de desenvolvimento em si.

Paradoxalmente, a solução apontada por Prebisch e pela Cepal para o desenvolvimento económico de longo prazo das economias periféricas – a industrialização – teria como efeito de curto prazo agravar ainda mais a tendência ao desequilíbrio externo. A superação dos limites ao crescimento de longo-prazo aparentemente só poderia ser obtida através de uma piora temporária das contas externas.

1.2. Industrialização por Substituição de Importações: o estrangulamento externo como indutor do desenvolvimento

A solução proposta por Prebisch para a obtenção de um crescimento mais elevado da produtividade e da renda real nos países periféricos foi a industrialização. É importante ressaltar, porém, que a defesa de Prebisch e outros autores cepalinos em prol da industrialização periférica não a justificava como um objetivo por si só, mas sim como a única saída para os problemas estruturais típicos daquelas economias. Para Prebisch, impunha-se a “necessidade dinâmica da industrialização, para que o crescimento da economia possa realizar-se num ritmo superior ao do crescimento das exportações primárias” (PREBISCH, 1952, pp. 185). Em outra parte, declara o autor que a industrialização “não constitui um fim em si, mas é o único meio de que estes [os países periféricos] dispõem para ir captando uma parte do progresso técnico e elevando progressivamente o padrão de vida das massas” (PREBISCH, 1949, p. 48).

No caso do Brasil, assim como em diversos países sub-desenvolvidos, a industrialização já estava em curso. Em seu texto clássico, Tavares (1963) analisa detalhadamente a industrialização brasileira, destacando a intrínseca conexão desta com as flutuações do setor externo. No que ficou conhecido posteriormente como *teoria dos choques adversos*, Tavares (1963) afirma que as origens da industrialização brasileira na década de 1930 estiveram intimamente associadas com episódios de estrangulamento do setor externo e com as medidas tomadas pelo governo em resposta ao problema. A descrição completa do argumento é apresentada a seguir.

Segundo a autora, as sucessivas crises no comércio exterior por volta da década de 1930 propiciaram uma ruptura com o modelo primário-exportador, cuja lógica interna era

ditada por um atrelamento do crescimento econômico ao comportamento da demanda externa por exportações. As duas guerras mundiais e a grande depressão dos anos 1930, ao gerarem sucessivos choques negativos na demanda por exportações primárias brasileiras, tornaram escassas as disponibilidades de moeda estrangeira, precipitando um desequilíbrio no setor externo. Nesse contexto, o modelo exportador tornou-se insustentável, dado que a grande volatilidade das receitas de exportação, associada a um comportamento relativamente estável da demanda por importações, gerava uma tendência crônica ao desequilíbrio nas contas externas. A reação do governo à época foi lançar medidas destinadas a evitar o estrangulamento do balanço de pagamentos, tais como o controle de câmbio e importações, e a manter o nível de renda interno, através da compra e financiamento de excedentes. Nesse contexto, argumenta Tavares (1963), a atividade industrial doméstica, antes incapaz de fornecer um dinamismo próprio à economia, viu-se fortemente favorecida. Os esforços do governo para reduzir as importações implicaram em uma significativa reserva de mercado para as indústrias nacionais, que ainda se viram inundadas por uma demanda que não fora muito abalada pelas crises internacionais. Assim, a produção interna de bens de consumo não duráveis, com baixo conteúdo tecnológico, reduzida intensidade de capital e uma grande capacidade ociosa herdada do período anterior, pôde expandir sua produção e instalar novas unidades para atender a demanda desviada das importações. Entrava em marcha o processo de substituição de importações, ou seja, a expansão da estrutura produtiva para o suprimento da demanda doméstica desviada do setor de bens importados.

A um leitor desavisado pode parecer que a instalação e ampliação de fábricas substitutivas levaria o país na direção da autarquia, isolando-o das trocas comerciais com o resto do mundo. Nada poderia ser mais enganoso. Na realidade, as forças econômicas despertadas com a expansão da atividade interna puseram em movimento uma realimentação dinâmica, por vezes bastante contraditória, entre o avanço da industrialização substitutiva e a dependência externa do país. À medida em que a atividade interna se expandia, surgiam novas pressões no balanço de pagamentos e escassez de divisas, criando a necessidade de uma nova rodada de substituições. Com isso, o processo de substituição ia avançando para outros setores da estrutura produtiva e o tipo de relação com o exterior ia se modificando. No caso do Brasil, o processo detalhado se deu da seguinte maneira. A instalação de novas unidades industriais a partir da década de 1930 contribuiu para o crescimento da renda e da demanda efetiva, o que expandiu ainda mais o mercado interno para esses mesmos bens e gerou novas demandas por bens de consumo ainda não substituídos. Além disso, aumentou significativamente a demanda derivada por matérias primas, bens intermediários e bens de

capital, estimulando, por um lado, setores incipientes da economia capazes de provê-los e, por outro, aumentando a demanda por importados. Com isso, à medida em que o processo avançava, a dependência comercial externa ia se modificando qualitativamente. Nos termos propostos por Prebisch (1952) na seção anterior, pode-se dizer que a demanda por importações na fase inicial da industrialização comportava-se segundo uma lógica oposta às exportações: sua elasticidade-renda tendia a ser maior que um, ou seja, as necessidades de importações cresciam a um ritmo superior ao crescimento da própria renda. Mas, com a disponibilidade de divisas restrita ao crescimento das exportações, cujos prospectos eram de estagnação ou declínio, criava-se um descompasso essencial entre a demanda potencial de importações e a capacidade de importar, criando uma pressão permanente no balanço de pagamentos e a necessidade de controle de divisas.

Sobre esse ponto, Tavares (1963) afirma que o termo “substituição de importações” é pouco feliz, já que obscurece a verdadeira natureza do processo. Ele dá a impressão, erroneamente, de consistir em um esforço para reduzir a dependência das importações, quando na verdade, depois que os efeitos dinâmicos são levados em conta, tal dependência pode até mesmo ser aprofundada. Nesse sentido, a superação do estrangulamento externo é uma condição necessária para se avançar com a industrialização substitutiva. Como vimos acima, a produção substitutiva doméstica cria novos padrões de consumo e aumenta a demanda por bens de produção não produzidos internamente, de modo que a sustentação do nível geral de atividade e de investimento, assim como a própria continuação do processo, ficam sujeitos ao desempenho do setor externo. Em fases de bom desempenho das exportações ou entrada de capital estrangeiro, a demanda por importações pode ser atendida e o investimento não é prejudicado. Em oposição, se as receitas de exportação se contraem, ocorre nova pressão nas contas externas, combatida com medidas adicionais de controle tarifário e cambial. A nova reserva de mercado resultante, expandida gradualmente para os bens duráveis e de maior conteúdo tecnológico, estimula uma nova onda de substituições, que embora alivie temporariamente o balanço de pagamento, cria novas pressões no futuro.

Em síntese, o estrangulamento externo era o grande responsável pela dinâmica do modelo, só que de uma forma bastante contraditória: embora tenha sido induzida pelo problema do estrangulamento externo, e concebida como resposta a ela, a industrialização por substituição de importações tendia a agravar o desequilíbrio. Naturalmente, essa dinâmica não poderia durar por muito tempo. Enquanto houve espaço e viabilidade tecnológica para a implantação de indústrias domésticas, a estratégia funcionou com relativo êxito. Com o

tempo, a pauta de importações passou a comportar bens de difícil reprodução doméstica, mas indispensáveis para a produção industrial. A restrição externa se tornaria então um problema ainda mais grave, cuja superação era condição essencial para a continuação da industrialização.

“O estrangulamento externo só era indutor do processo de desenvolvimento, à medida que havia internamente uma demanda contida por importações de bens de consumo que ao serem substituídas expandiam o próprio mercado interno, e geravam uma demanda derivada de bens de capital e produtos intermediários, a qual, por sua vez, resultava em novo estrangulamento externo levando a uma outra onda de substituições, e assim por diante. Quando o processo atinge, porém, uma fase tão avançada que, por um lado, o que resta para substituir são essencialmente bens de capital, ou matérias primas e materiais para investimento e, por outro lado, as indústrias de bens de consumo já atingiram a maturidade, esgotando a reserva de mercado que lhes era garantida pelo estrangulamento externo, este último deixa de ser ‘indutor’ do processo de investimento e, em consequência, para o crescimento, passando a ser apenas um obstáculo, em cuja superação, porém, já não pode ser encontrada a essência da dinâmica da economia.” (TAVARES, 1963, p. 117)

Embora o processo de substituição de importações tenha obtido um relativo êxito no desenvolvimento de uma parte significativa do parque industrial brasileiro, não foi capaz de solucionar o problema original ao qual foi concebido como resposta: o estrangulamento externo. Na realidade, como foi visto acima, a natureza do processo era tal que o desequilíbrio tendia a ser agravado em alguns momentos. Claramente, um modelo de crescimento desse tipo não era sustentável a longo prazo, tanto do ponto de vista da inserção externa quanto da viabilidade tecnológica e da capacidade do sistema em reproduzir-se a si mesmo. Tavares (1963) identificava o desafio por vir: “O problema estratégico que se coloca atualmente para a economia brasileira é como transitar de um modelo de substituições de importações para um modelo auto-sustentado de crescimento” (TAVARES 1963, p.118). Como será visto a seguir, tal transição foi realizada e, com ela, modificaram-se também as relações entre o crescimento econômico e o setor externo brasileiro.

I.3 – O “Ciclo Endógeno” de Acumulação e a Endogeneização da Restrição Externa

Uma característica importante das obras abordadas até o momento é que o foco da restrição externa esteve sempre localizado na balança comercial. Toda a problemática dos autores cepalinos em relação aos limites externos do crescimento esteve concentrada na dissonância entre a necessidade de importações gerada pela industrialização e a limitada capacidade de importar propiciada pelas receitas de exportação primária. Embora mencionem

a possibilidade de investimentos externos virem a relaxar o estrangulamento de divisas, não consideram essa opção a fundo, e o fazem por uma razão lógica: o fluxo de capitais para países em desenvolvimento era de fato muito reduzido no pós-guerra. Além disso, o pequeno volume verificado destinava-se ao financiamento do complexo exportador, e tendia a mover-se no mesmo sentido das exportações (PREBISCH, 1949; MEDEIROS & SERRANO, 1999). Assim, em períodos de crise do setor cafeeiro, a entrada de capitais era bastante reduzida, o que tornava irrelevante, do ponto de vista teórico, sua contribuição para o relaxamento da restrição externa.

A partir de 1956, com a implantação do conjunto de investimentos previsto pelo Plano de Metas, essa situação se alteraria significativamente. O fluxo de capitais para o Brasil aumentou expressivamente se comparado ao período anterior: o saldo na conta capital e financeira do balanço de pagamentos saltou de uma média de US\$ 55 milhões anuais no período 1930-1955 para uma média de US\$ 358 milhões anuais durante o governo JK. Como veremos adiante, a maior disponibilidade de capitais externos relaxou significativamente a restrição de divisas e contribuiu, direta e indiretamente, para uma ampliação ainda maior do parque industrial. No entanto, a entrada de capitais era em si o reflexo de transformações estruturais importantes que vinham ocorrendo internamente e, paulatinamente, iam transformando a dinâmica ao processo de acumulação. A dimensão das transformações geradas durante o Plano de Metas foi tão significativa que duas décadas mais tarde alguns autores propuseram uma revisão teórica da industrialização brasileira e suas interações com o setor externo, no que ficou conhecido como “ciclo endógeno” (CARDOSO DE MELLO, 1982; TAVARES, 1978).

Em sua obra clássica, Cardoso de Mello (1982) propõe uma releitura das origens da industrialização brasileira pós-1930, dividindo-a analiticamente em duas fases: a primeira, de 1933-1955, a qual denomina “industrialização restringida” e a segunda, de 1956-1961, que chama de “industrialização pesada”. Além de apresentarem características estruturais e setoriais distintas, as duas fases ainda se distinguem no tocante ao tipo de relação com o setor externo. A terminologia “industrialização restringida” refere-se ao caráter incompleto da indústria brasileira no período pré Plano de Metas. Como exposto na seção anterior, a industrialização substitutiva concentrara-se inicialmente nos setores de bens de consumo não duráveis, de baixo conteúdo tecnológico e poucas exigências de escala, investimento e risco. Embora houvesse alguma produção incipiente de bens de consumo durável e de bens de capital, estes ainda não haviam adquirido a dimensão e a complexidade necessária para que o

processo de acumulação de capital se desvencilhasse do setor externo e adquirisse uma dinâmica própria de autodeterminação. Nesse sentido, a industrialização continuava dependendo em última instância da capacidade de importar, que, por sua vez, se vinculava fundamentalmente ao desempenho das exportações primárias.

A transição para a segunda fase, a da “industrialização pesada”, teve início no governo JK, quando o esforço conjunto do estado desenvolvimentista com o capital privado nacional e internacional implementou um bloco de investimentos altamente complementares, principalmente nos setores de bens de produção. Os incentivos concedidos à empresa transnacional atraíram um grande volume de investimentos externos diretos, que passaram de uma média de US\$ 61 milhões entre 1947 e 1955 para US\$ 148 milhões nos anos 1956-1961. A contribuição das empresas transnacionais para a diversificação industrial do país atuou em diversas frentes. Por um lado, a implantação de filiais de empresas estrangeiras maduras fornecia o capital e a tecnologia inexistentes no mercado doméstico e indispensáveis às indústrias mais avançadas, como as de bens de capital. Por outro lado, tal processo era acompanhado de um saldo positivo de divisas, o que ampliava ainda mais a capacidade do país de importar insumos e bens de produção. Ou seja, nessa nova fase da industrialização rompia-se o antigo elo entre rodadas de industrialização e a ocorrência de desequilíbrio externo.

“Encontrando um esquema de acumulação bastante bem definido em que se apoiar e gozando de amplos incentivos, a grande empresa oligopólica estrangeira, predominantemente a européia, decidiu investir no Brasil. Resolviam-se, simultaneamente, dois graves problemas: o da estreiteza da capacidade para importar, que ela própria criava ao exportar capital, e o de mobilização e concentração de capitais, pois que suas transferências para aqui eram marginais em termos dos blocos de capitais manejados pelas matrizes.” (CARDOSO DE MELLO, 1982, p. 118-119)

Dessa forma, a indústria de bens duráveis e de capital pôde se expandir a um ritmo acelerado, sem interrupções provocadas pelo setor externo, ao contrário do que acontecia na fase anterior. Além disso, a fase de “industrialização pesada” inaugurava um novo padrão de acumulação: a capacidade produtiva nos setores de bens de produção e consumo duráveis passava a crescer à frente da demanda pré-existente. Assim, longe de responder mecanicamente a aumentos da demanda, a expansão industrial adquiria uma dinâmica de acumulação própria, liderando por si mesma a taxa de investimento e o crescimento econômico como um todo.

Do ponto de vista das relações com o setor externo, a instauração do setor de bens de capital e a entrada maciça de empresas estrangeiras aliviaram expressivamente a dependência do país com relação às importações, já que a demanda por máquinas e equipamentos passou a ser suprida em grande parte pelo mercado doméstico ou pelas matrizes das empresas transnacionais. Consequentemente, o processo de formação de capital se desvinculou das condições externas e passou a depender da sua própria dinâmica de autodeterminação. A restrição relevante para o processo de desenvolvimento deixava de ser a do setor externo, sendo substituída pela dinâmica do mercado interno e do “ciclo endógeno” da acumulação industrial.

Seguindo a mesma linha do “ciclo endógeno”, e indo mais além na questão da restrição externa, Tavares (1978) afirma que a industrialização brasileira pós Plano de Metas não só se libertou dos limites impostos pelo setor externo, como também passou a influenciar sua dinâmica. Sua idéia central era que os fluxos de capitais estrangeiros, tanto empréstimos como investimentos diretos, vinham para o país atraídos principalmente pelas boas perspectivas de rentabilidade do mercado interno. Dessa forma, mesmo com as exportações estagnadas, não houve crise de divisas ao longo do período do Plano de Metas. As entradas na conta capital eram uma resposta endógena aos projetos de desenvolvimento, e se mantiveram em altos patamares enquanto as perspectivas de lucro acerca dos projetos foram favoráveis. Em outras palavras, a disponibilidade de divisas deixava de estar atrelada ao ciclo exportador para tornar-se um elemento endógeno ao ciclo industrial, dependendo fundamentalmente do dinamismo do mercado interno e das perspectivas de lucro para o capital estrangeiro.

“Mesmo quando o poder de compra das exportações esteja estancado ou declinante, a entrada de novo capital de risco, o reinvestimento de lucros e o suprimento de créditos de fornecedores sempre afluíram para reforçar a capacidade para importar, desde que a economia estivesse crescendo rapidamente” (TAVARES, 1978, p. 125).

Simetricamente, no momento de reversão do ciclo, quando as oportunidades já não se afiguravam tão rentáveis ao capital estrangeiro, diminuía significativamente os fluxos de capitais, cessava a disposição do capital internacional em refinar as dívidas existentes e aumentavam significativamente as remessas de lucros, juros e amortizações para o exterior. Ao contrário da fase de “industrialização restringida”, quando uma alta taxa de crescimento acabava gerando crises do setor externo (a menos que as importações fossem comprimidas e o câmbio controlado), na fase de “industrialização pesada” as crises do setor externo ocorriam quando o mercado interno já apresentava sinais de enfraquecimento. A restrição externa passava de causa a sintoma dos desequilíbrios internos.

No entanto, com o passar do tempo e a ocorrência de novas crises externas, foi ficando evidente que a tese do ciclo endógeno possuía limitações importantes (MEDEIROS & SERRANO, 2001). O postulado de que a restrição externa havia se tornado endógena ao ciclo interno de crescimento da economia brasileira eliminava, do ponto de vista teórico, a possibilidade de uma crise de balanço de pagamentos derivada de fatores puramente externos. Em outras palavras, segundo a teoria qualquer desequilíbrio nas contas externas deveria refletir fatores relacionados ao ciclo econômico interno, tais como o desaquecimento da economia ou a redução da rentabilidade esperada dos investimentos. Na década de 1970, essa hipótese ainda não parecia problemática. O primeiro choque do petróleo prejudicou seriamente a balança comercial brasileira, mas a grande entrada de investimentos diretos e empréstimos internacionais pareciam indicar que a conta capital de fato seguia a dinâmica do crescimento interno, mantido alto pelo governo desenvolvimentista da época. Entretanto, como ficaria claro nas décadas de 1980 e 1990, a grande disponibilidade de financiamento externo também dependia fundamentalmente de fatores cuja dinâmica estavam fora da alçada do ciclo interno de crescimento da economia brasileira.

Por um lado, os grandes fluxos de capitais eram fruto da alta liquidez internacional, um fator puramente externo do ponto de vista de uma economia pequena como a brasileira. Além disso, a disposição dos credores internacionais em continuar financiando os déficits correntes dependia da trajetória do endividamento externo brasileiro. A obtenção de novos financiamentos era condicionada, naturalmente, à manutenção da dívida externa em patamares consistentes com a sustentabilidade e a solvência do país. Se as obrigações externas fugissem ao controle das autoridades e adquirissem uma trajetória explosiva, o fluxo de capitais seria seriamente comprometido, independentemente das condições vigentes no mercado interno brasileiro¹. De fato, uma combinação desses dois fatores – esgotamento da liquidez internacional e explosão do endividamento externo – determinaram uma reversão dos fluxos de capitais na década de 1980, com conseqüências perversas para o crescimento. A crise da dívida ressuscitava novamente a problemática da vulnerabilidade externa da economia brasileira: ao contrário do que acreditavam os teóricos do ciclo endógeno, a restrição externa continuava sendo uma restrição relevante ao desenvolvimento econômico.

Medeiros & Serrano (2001) apontam ainda para uma outra limitação da abordagem do ciclo endógeno. Ao supor que os déficits em conta corrente seriam compensados

¹ Medeiros & Serrano (2001) analisam detalhadamente as condições teóricas de liquidez e sustentabilidade do financiamento externo.

endogenamente por entradas na conta de capitais, a abordagem do ciclo endógeno acaba por atribuir às exportações um papel residual na dinâmica do crescimento sob restrição externa. A evolução das exportações é encarada como um “resultado da diversificação produtiva interna com um nítido movimento anticíclico”, ou seja, “elas tendem a se expandir como forma de compensar a reversão cíclica e não de forma articulada com a expansão do mercado interno” (Medeiros & Serrano, 2001, p. 118). Em oposição a essa visão, os autores defendem que as exportações desempenham um papel estratégico fundamental em economias sujeitas à restrição externa. Por um lado, as exportações são uma fonte de demanda efetiva, e a sua expansão é uma peça fundamental para a manutenção de um elevado ritmo de crescimento. Por outro, na medida em que não geram contrapartidas futuras na conta de rendas, as exportações são uma fonte *pura* de divisas, constituindo-se em um elemento fundamental para o relaxamento da restrição externa. Assim, ao prover simultaneamente demanda e divisas, as exportações se auto financiam em termos da contabilidade do balanço de pagamentos, permitindo que a economia cresça sem esbarrar em desequilíbrios externos.

“...as exportações podem ser mais ou menos importantes para a expansão da economia – de acordo com uma série de características estruturais de cada país; entretanto, seu papel no financiamento e relaxamento da restrição externa ao crescimento é absolutamente central e estratégico para todos os países, com a exceção daquele que emite a moeda de circulação internacional” (MEDEIROS & SERRANO, 2001, p. 106)

CAPÍTULO II – MODELOS TEÓRICOS

II.1 – O Modelo de Dois Hiatos

O modelo de dois hiatos, desenvolvido nos anos 60, foi concebido em meio a uma tradição de modelos desenvolvimentistas de crescimento baseados no modelo Harrod-Domar (1939; 1948). De tradição keynesiana, Harrod e Domar buscaram enfatizar o papel do investimento para o crescimento econômico, não apenas enquanto criador de demanda agregada, mas também como gerador de capacidade produtiva e expansão da oferta. Supondo uma tecnologia de proporções fixas, a idéia central do modelo era que o crescimento do produto estaria condicionado ao crescimento dos fatores de produção: capital e trabalho. Nesse sentido, enquanto a mão-de-obra crescesse a uma taxa igual ou superior ao produto, o crescimento deste estaria vinculado à acumulação de capital, cuja dinâmica era dada pelo comportamento do investimento. No caso específico das economias em desenvolvimento, a disponibilidade de mão-de-obra não impunha um limite efetivo ao crescimento. Ao longo do processo de industrialização, tais economias se caracterizavam por abundante oferta de mão-de-obra, em grande parte proveniente de setores tradicionais, que iam gradualmente dando lugar aos setores modernos². Portanto, o verdadeiro limite ao crescimento nos países em desenvolvimento era dado pela disponibilidade de capital, que, por sua vez, era função do investimento agregado. De forma breve e simplificada, os modelos desenvolvimentistas podem ser sintetizados pela seguinte equação, baseada numa versão adaptada do modelo Harrod-Domar (HAHN & MATTHEWS, 1964):

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta K}{K} = \frac{I}{K} = \frac{Y}{K} \times \frac{I}{Y} = \frac{(I/Y)}{v} \quad (\text{II.1.1})$$

onde v representa a relação capital-produto e I/Y a taxa de investimento da economia. Sob a hipótese de tecnologia com proporções fixas, a relação capital-produto é constante para todos os níveis de renda³ e pode ser tratada como um parâmetro. Supõe-se também, para fins de simplificação, que a depreciação é zero, de modo que todo o investimento é revertido em

² O modelo original Harrod-Domar supunha um crescimento exógeno da mão-de-obra, de modo que esta poderia impor sim um limite ao crescimento. Porém, adaptações dos modelos originais para economias em desenvolvimento descartaram tal possibilidade, dada a abundância de mão-de-obra nesses países.

³ Supondo uma função de produção do tipo $Y = \min\{(1/v)K, (1/l)L\}$, onde $1/v$ e $1/l$ representam as produtividades do capital e do trabalho, respectivamente, e supondo que o capital é o fator escasso, temos que $Y = (1/v)K$ e, logo, $v = K/Y = \bar{K}/\bar{Y}$.

adições ao estoque de capital ($\Delta K=I$). Dessa forma, a taxa de crescimento do produto é determinada pelo coeficiente tecnológico ν e pela taxa de investimento. Em vista desse resultado geral, a recomendação para as economias em desenvolvimento era simples e direta: para acelerar a taxa de crescimento do produto era necessário elevar a taxa de investimento. Do ponto de vista prático, os esforços dos formuladores de políticas deveriam concentrar-se em medidas destinadas a aumentar a poupança, tanto pública quanto privada, de modo a destinar recursos para o investimento.

O modelo de dois hiatos (CHENERY & BRUNO, 1962; CHENERY & STROUT, 1966) foi elaborado como uma extensão dos modelos desenvolvimentistas descritos acima para economias abertas. O objetivo principal dos autores era incorporar o setor externo em um modelo de planejamento que servisse como base para a busca pela taxa máxima de crescimento compatível com as características estruturais e com o equilíbrio externo da economia. Nesse sentido, antes de expormos o modelo, é importante frisar que os objetos de estudo são os limites ao crescimento e ao investimento a que uma economia aberta está exposta, e não o funcionamento *per se* de uma economia de mercado⁴.

A idéia central do modelo, como o nome “dois hiatos” sugere, é que economias abertas estão sujeitas a dois tipos de restrições ao crescimento. Por um lado, existe a restrição de poupança *a la* Harrod-Domar, que, como vimos acima, impõe um limite à acumulação de capital e ao crescimento do produto. E, por outro lado, existe uma restrição de divisas, que pode ser crucial quando grande parte do investimento é composta de bens importados. No caso específico das economias em desenvolvimento na década de 1960, o crescimento acelerado e a transformação estrutural que vinham ocorrendo criavam uma crescente demanda por máquinas, equipamentos, produtos intermediários e outros bens industrializados de alto teor tecnológico que, por não serem produzidos internamente, precisavam ser importados. Nesse sentido, mesmo que houvesse disponibilidade de poupança e que esta fosse inteiramente canalizada para o investimento, este poderia não se realizar se não houvesse disponível também o volume de divisas necessário para a importação. Em outras palavras, era preciso atentar não apenas para as necessidades de financiamento, mas também, e sobretudo, para a composição do investimento. Uma alta dependência de componentes importados, como

⁴ Esta distinção é importante, pois quando o modelo se difundiu no Brasil na década de 1980, muitos economistas utilizaram-no para analisar de maneira positiva o funcionamento da economia. Contudo, como argumentam Serrano & Willcox (2000), “essa transposição de um modelo normativo de planejamento às condições de uma economia capitalista não planejada como a brasileira é indevida, e leva a conclusões e sugestões de política econômica equivocadas em relação a ambos os ‘hiatos’.” (SERRANO & WILLCOX, 2000, p. 39)

era o caso das economias em desenvolvimento, significava que, a menos que houvesse disponibilidade de divisas, o investimento dificilmente se manteria no nível desejado.

“Shortages of imported goods will provide a limit to further growth quite apart from the investment limitation. This import limit reflects the inability of the economy to provide the composition of output – from domestic sources plus imports – that is required by its level of income, rate of investment, and pattern of consumer demand. In cases of acute shortages of imported goods, the economy will be unable to transform potential saving into investment because of insufficient supplies of investment goods.” (CHENERY & STROUT, 1966, p. 682)

Uma versão simplificada do modelo, adaptada com algumas alterações de Serrano e Willcox (2000), será exposta a seguir. Seguindo o paradigma Harrod-Domar, supõe-se que a economia produz um único bem através de uma tecnologia de proporções fixas. Além disso, assume-se que a taxa de depreciação é zero e a mão-de-obra é abundante, de forma que a taxa de crescimento do produto será dada pela taxa de crescimento do estoque de capital, segundo a equação (1). Como vimos, sob uma tecnologia de proporções fixas a relação capital-produto é constante, e a acumulação de capital depende fundamentalmente da taxa de investimento da economia. Porém, o investimento agregado está sujeito a dois tipos de limitações. Em primeiro lugar, deve haver equilíbrio no mercado de bens, i.e., é preciso que haja poupança (bens não consumidos) para financiar o investimento. E, em segundo lugar, o mercado de divisas deve estar equilibrado, i.e., deve haver moeda estrangeira suficiente para financiar a importação de bens de capital. Do ponto de vista do mercado de bens, numa economia aberta deve valer a seguinte igualdade:

$$M + Y = C + I + G + X, \quad (\text{II.1.2})$$

onde o lado esquerdo da equação representa a oferta da economia, dada pelo produto Y e pelas importações M , e o lado direito representa a demanda agregada da economia, dada pelo consumo C , investimento I , gastos do governo G e exportações X . O consumo agregado, por sua vez, pode ser expresso como

$$C = c(I - t)Y, \quad (\text{II.1.3})$$

onde c é a propensão média a consumir da economia como um todo e t é a carga tributária líquida. Assume-se também que as importações são induzidas pelos diferentes tipos de demanda:

$$M = m_C C + m_I I + m_G G + m_X X, \quad (\text{II.1.4})$$

onde os coeficientes de importação m_C , m_I , m_G e m_X são obtidos através de um modelo insumo-produto e, portanto, representam o volume de importações exigidos direta e

indiretamente para a satisfação de cada tipo de demanda. Substituindo (II.1.3) e (II.1.4) em (II.1.2) e resolvendo para I , temos que

$$I_s = \frac{[1 - c(1 - m_c)(1 - t)]Y - (1 - m_g)G - (1 - m_x)X}{1 - m_I}, \quad (\text{II.1.5})$$

onde I_s indica o nível máximo de investimento compatível com o equilíbrio no mercado de bens, ou seja, o volume máximo de investimento viabilizado pela capacidade de poupança da economia. Contudo, para que o investimento possa atingir o nível I_s , é necessário que as importações sejam atendidas no nível necessário, ou seja, que não haja restrição de divisas para a aquisição de bens importados. Se essa hipótese se verifica, a taxa máxima de crescimento da economia, compatível com o equilíbrio no mercado de bens, pode ser obtida substituindo-se (II.1.5) em (II.1.1):

$$g_s = \frac{1 - c(1 - t)(1 - m_c) - (1 - m_g)g - (1 - m_x)x}{v(1 - m_I)}, \quad (\text{II.1.6})$$

onde g e x indicam a participação dos respectivos componentes da demanda no produto. No entanto, a escassez de divisas era um fenômeno comum nos países em desenvolvimento, onde as exportações primárias não apresentavam grandes perspectivas de crescimento e os fluxos de capital nem sempre atingiam os níveis desejados. Logo, a mobilização de grandes volumes de recursos internos não seria capaz de elevar o nível de investimento se as importações necessárias não pudessem ser atendidas. Em outras palavras, uma restrição de divisas podia se impor antes que a restrição de poupança se tornasse ativa. Assim, o modelo prossegue para o cálculo do nível de investimento compatível com a restrição de divisas. Supondo que o país não tenha reservas para sustentar déficits contínuos no balanço de pagamentos – uma suposição coerente com a situação das economias em desenvolvimento da época – o equilíbrio no mercado de divisas é expresso por:

$$BP = X - M - RLE + TR + F = 0, \quad (\text{II.1.7})$$

onde RLE representa a renda líquida enviada ao exterior, TR representa as transferências unilaterais e F as entradas na conta capital e financeira. Substituindo (II.1.4) em (II.1.7) e resolvendo para I , obtemos

$$I_x = \frac{(1 - m_x)X - c(1 - t)m_cY - m_gG - RLE + TR + F}{m_I}, \quad (\text{II.1.8})$$

onde I_X representa a taxa máxima de investimento compatível com o equilíbrio externo⁵. Claramente, I_X será tão maior quanto maiores forem as entradas de moeda estrangeira no balanço de pagamentos – via exportações, transferências ou investimentos externos – e quanto menores forem os coeficiente de importação dos componentes da demanda, incluindo o do próprio investimento. Substituindo a equação (II.1.8) em (II.1.1), obtemos g_X , a taxa máxima de crescimento do produto sob a restrição externa:

$$g_X = \frac{(1 - m_X)x - c(1 - t)m_C - m_G g - rle + tr + f}{m_I v}. \quad (\text{II.1.9})$$

De forma análoga ao caso anterior, as letras minúsculas referem-se à participação das variáveis em questão no produto. Assim, definindo-se o hiato de poupança como $g_S - g$ e o hiato de divisas como $g_X - g$, onde g é a taxa de crescimento efetiva do produto, cumpre ao formulador de políticas buscar uma taxa de crescimento tal que $g = \min\{g_S, g_X\}$, ou seja, buscar o maior nível de investimento possível dadas as restrições de poupança e divisas. Se $g_S < g_X$, ou seja, se o hiato de poupança é menor que o hiato de divisas, a economia não opera sob restrição externa e os limites ao crescimento são dados pela mobilização de recursos e sua canalização para investimentos produtivos. Por outro lado, se $g_S > g_X$, a restrição externa se torna a restrição relevante ao crescimento econômico, no sentido de que a escassez de divisas impede que a poupança potencial seja inteiramente transformada em investimento. Nesse caso, políticas destinadas a fomentar a poupança pública e privada seriam ineficazes, mesmo que houvesse um órgão planejador que garantisse que todos os fundos fossem direcionados para a expansão da capacidade produtiva. Dada a escassez de divisas, tal política levaria o país para uma situação de estrangulamento externo, forçando-o a contrair as importações para restabelecer o equilíbrio. Como as importações no modelo consistem em uma média ponderada dos componentes da demanda agregada, com os coeficientes de importação atuando como pesos, e dada a relativa rigidez de alguns coeficientes no curto-prazo, a redução das importações implicaria necessariamente em alguma contração do investimento e da atividade econômica, anulando os efeitos pretendidos pela política.

Em um artigo posterior dedicado às condições de desenvolvimento na America Latina, Chenery & Eckstein (1970) concluíram que o hiato de divisas era a restrição relevante na

⁵ O argumento pode ser generalizado para saldos não-negativos no balanço de pagamentos, ao invés de saldo equilibrado. Nesse caso, poderíamos substituir a equação (II.1.7) pela desigualdade $BP \geq 0$ e obter $I_X^* \leq I_X$, onde I_X é dado pela equação (II.1.8). De qualquer forma, I_X continuaria representando o nível máximo de investimento suportado pela restrição de divisas, e qualquer nível de investimento menor que I_X geraria um superávit no balanço de pagamentos.

maioria das economias da região. Ou seja, havia capacidade de poupança mas a escassez de divisas impedia que esta se transformasse em investimento. De fato, como vimos no capítulo anterior, alguns países latino-americanos seguiam no processo de substituição de importações, cuja dinâmica era intimamente ligada aos episódios de estrangulamento externo. À medida em que o processo avançava, os setores a serem substituídos se tornavam mais complexos tecnologicamente, gerando demandas cada vez mais inelásticas por máquinas e equipamentos importados. Em termos do modelo de dois hiatos, isso significava coeficientes de importação cada vez mais rígidos e elevados, especialmente o do investimento (m_I). Somando-se a isso o fraco desempenho das exportações primárias e o difícil acesso a empréstimos internacionais⁶, o resultado era uma forte restrição ao crescimento por parte do setor externo (i.e., um g_X baixo). Nesse sentido, as “tendências persistentes ao desequilíbrio externo” retratadas por Prebisch (1952) eram um reflexo das tentativas, na maioria das vezes frustradas, das economias da América Latina em crescer além do que permitia suas escassas fontes de divisas. A solução proposta por Chenery & Eckstein (1970) consistia em um aumento do fluxo de capitais para a região, através de um programa de assistência financeira internacional. Como pode ser visto na equação (II.1.9), um aumento da entrada de capitais implicaria em um relaxamento da restrição externa (i.e., um aumento de g_X), aproximando o hiato de poupança do hiato de divisas e permitindo que a poupança potencial fosse transformada em investimentos produtivos.

II.2 – Thirlwall e os Limites Externos sobre a Demanda

Pode-se dizer que o grande mérito do modelo de dois hiatos foi a introdução da restrição externa na modelagem do crescimento econômico. Na época em que foi concebido, o modelo canônico era o modelo de Solow (1956), segundo o qual as restrições ao crescimento eram dadas pela oferta de fatores de produção – capital e trabalho – e pela produtividade total dos fatores, uma medida residual do progresso tecnológico. Embora se referisse a uma economia fechada, o modelo de Solow pertencia ao paradigma neoclássico, segundo o qual a moeda é neutra no longo prazo e o sistema de preços relativos é suficientemente flexível para promover o ajuste no balanço de pagamentos em casos de

⁶ Bacha (1982) destaca que a existência de um mercado mundial de capitais competitivo por si só não resolve o problema da restrição de divisas. Por ser um mercado marcado pelo racionamento de crédito e pela imposição de condicionalidades para a concessão de empréstimos – bom desempenho das exportações –, os países em desenvolvimento podem ter grandes dificuldades ao recorrerem a tais recursos.

desequilíbrio externo. Nesse contexto, extensões do modelo de Solow que incorporaram o comércio internacional o fizeram apenas em termos reais, ignorando o papel da moeda – e em especial o da moeda estrangeira – para o crescimento econômico de longo prazo. Portanto, dada a completa abstração do problema da escassez de divisas pelos economistas de filiação neoclássica, o modelo de dois hiatos parecia bem sucedido na tarefa de fornecer respostas e recomendações aos formuladores de políticas de países em desenvolvimento, que frequentemente se deparavam com os dilemas do equilíbrio externo.

No entanto, o modelo de dois hiatos também possuía alguns problemas. Pertencendo a uma tradição que, como a neoclássica, colocava muita ênfase na disponibilidade de recursos e fatores de produção, Chenery e seus co-autores também pareciam ignorar o papel da demanda na determinação da taxa de crescimento. No fundo, a mensagem principal do modelo de dois hiatos era que, sob determinadas circunstâncias, a moeda estrangeira se torna, no lugar do capital, o fator escasso relevante para o crescimento de longo prazo. Esse foco no lado da oferta pode ser remetido à filiação teórica do modelo, os modelos de crescimento Harrod-Domar. Embora pertencessem a uma tradição keynesiana, Harrod e Domar pareciam mais interessados em analisar a taxa máxima de crescimento que a economia era capaz de atingir – a “taxa natural de crescimento”, segundo Harrod (1939) – do que em analisar os determinantes da taxa à qual uma economia de mercado não-planejada efetivamente se expande. De fato, como foi frisado no início do capítulo, toda a análise da seção anterior se referia aos limites superiores do crescimento, níveis máximos a partir dos quais não seria possível prosseguir sem incorrer em graves desequilíbrios. No entanto, não existe nada no modelo que garanta que tais limites serão atingidos em uma economia descentralizada.

O modelo de Thirlwall, em oposição, pertence a uma abordagem pós-keynesiana que enfatiza o papel da demanda efetiva na determinação da taxa de crescimento do produto. Segundo essa linha de pensamento, no longo prazo a oferta de fatores de produção é endógena ao sistema econômico, e responde positivamente, dentro de alguns limites, à expansão do nível de atividade. Do ponto de vista do estoque de capital, sua taxa de crescimento é dada pelo nível de investimento privado, que é completamente independente da poupança existente. Na realidade, o investimento, ao ser realizado, determina uma poupança em um montante idêntico ao gasto original, seja através de variações no nível de renda seja através de elevações no nível de preços, o que reduz a parcela dos salários na renda e comprime o consumo no montante necessário para acomodar o investimento (SERRANO & WILLCOX, 2000). Do ponto de vista do trabalho, a oferta de mão-de-obra é suficientemente elástica para

acomodar taxas mais elevadas de crescimento do produto, seja através de variações na taxa de participação e no número de horas trabalhadas seja por meio de migrações. Além disso, mesmo se considerarmos a oferta de fatores fixa no curto prazo, esta não é uma condição suficiente para o crescimento, dado que tais fatores podem estar ociosos ou subutilizados. Em última instância, portanto, é a demanda efetiva que determina a taxa de crescimento do produto e o nível de atividade.

Partindo desse paradigma, Thirlwall (1979) se dedica a investigar por que as taxas de crescimento diferem entre os países. Como o crescimento é liderado pela demanda, isso equivale a se perguntar que tipo de restrições podem haver sobre a demanda e sua capacidade de expansão. Segundo Thirlwall (1979), em uma economia aberta a principal restrição é dada pelo balanço de pagamentos. À medida em que a demanda cresce, também cresce a demanda por importações, o que tende a provocar déficits em conta corrente se as exportações não se elevarem em igual medida. E uma vez em dificuldades externas, a taxa de crescimento é seriamente comprometida:

“If a country gets into balance of payments difficulties as it expands demand before the short-term capacity growth rate is reached, then demand must be curtailed; supply is never fully utilized; investment is discouraged; technological progress is slowed down, and a country’s goods compared with foreign goods become less desirable so worsening the balance of payments still further, and so on. A vicious circle is started.” (THIRLWALL, 1979, p. 21-22)

A idéia de que os preços relativos não eram capazes de corrigir desequilíbrios no balanço de pagamentos e, portanto, a renda deveria comprimir-se em alguma medida para promover o ajuste externo, foi inicialmente formulada por Harrod (1933). Supondo que as importações (M) são uma fração (m) da renda (Y), o equilíbrio entre importações e exportações (X) implica que:

$$Y = \frac{X}{m} \quad (\text{II.2.1})$$

Assim, se a renda for o componente de ajuste frente a um desequilíbrio externo, para cada redução unitária nas exportações a renda deverá ser comprimida em $1/m$, de modo a igualar as importações ao novo nível de exportações. O termo $1/m$ ficou conhecido como o *multiplicador do comércio exterior* e consiste simplesmente no inverso da propensão marginal a importar. Embora fornecesse um insight simples e relevante, o multiplicador de Harrod tinha a limitação de se referir apenas a um equilíbrio estático, deixando de fora da análise considerações em termos de crescimento do produto. Como veremos a seguir, Thirlwall (1979) analisou a mesma problemática de Harrod de um ponto de vista dinâmico,

chegando a um resultado bastante parecido em termos de taxas de crescimento. De fato, a lei de Thirlwall, $y = x/\pi$, pode ser vista como o análogo dinâmico do multiplicador estático de Harrod (THIRLWALL & HUSSAIN, 1982).

Antes de expormos o modelo, é preciso fazer alguns comentários sobre os fluxos de capitais. A versão inicial (THIRLWALL, 1979) abstraía por completo o papel da conta capital e financeira no balanço de pagamentos, restringindo a noção de equilíbrio externo ao equilíbrio na balança comercial, i.e., importações *versus* exportações. O objetivo do artigo era obter uma equação para a taxa máxima de crescimento compatível com o equilíbrio externo e compará-la com as taxas de crescimento efetivas de algumas economias desenvolvidas. Como países desenvolvidos são tradicionalmente exportadores de capital, excluir os fluxos financeiros não comprometeu a capacidade explicativa do modelo. Os resultados empíricos mostraram que a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio externo prevista pelo modelo era sempre superior à taxa de crescimento efetiva e, portanto, nenhum daqueles países sofria desequilíbrios crônicos em suas balanças comerciais. Logo, os fluxos de capital não desempenhavam um papel muito importante no crescimento daqueles países e podiam ser abstraídos na análise⁷. Em artigo posterior, porém, Thirlwall & Hussain (1982) reconheceram a importância dos fluxos de capitais, especialmente para países em desenvolvimento. Entradas na conta capital e financeira permitiam, em alguma medida, o acúmulo de déficits comerciais, de modo que a restrição externa relevante ao crescimento nesses países era dada pelo balanço de pagamentos como um todo. Nesse caso, a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio externo seria tão maior quanto maiores fossem as entradas de moeda estrangeira, seja via exportações, seja via investimento ou endividamento externo. Com vistas a expandir a análise para os países em desenvolvimento, Thirlwall & Hussain (1982) propuseram então uma versão estendida do modelo que incluía os fluxos de capital. Em função da maior relevância do modelo estendido para o caso brasileiro e levando em conta que o modelo original é um caso particular do modelo com fluxos de capitais, optou-se por expor o último. Vamos ao modelo.

Para que haja equilíbrio no balanço de pagamentos em um determinado período t , é necessário que a seguinte equação (mensurada em moeda local) seja satisfeita:

$$P_{dt} X_t + C_t = P_{ft} E_t M_t, \quad (\text{II.2.2})$$

⁷ Se os fluxos de capital desempenhassem um papel relevante no relaxamento da restrição externa naqueles países, estes apresentariam uma tendência ao acúmulo de déficits comerciais, o que viabilizaria um crescimento superior ao compatível com o equilíbrio entre exportações e importações. Nesse caso, a taxa de crescimento efetiva seria superior à prevista pelo modelo.

onde X_t e M_t representam os volumes de exportações e importações; P_{dt} e P_{ft} representam índices de preços doméstico e estrangeiro; E_t representa a taxa de câmbio e C_t o valor monetário das entradas líquidas de capital. Tomando as taxas de variação na equação acima, obtemos:

$$\left(\frac{E}{R}\right)(p_{dt} + x_t) + \left(\frac{C}{R}\right)(c_t) = p_{ft} + e_t + m_t, \quad (\text{II.2.3})$$

onde as letras minúsculas representam as taxas de crescimento das variáveis em questão e as razões E/R e C/R representam as parcelas das exportações e dos fluxos de capitais no total dos créditos do balanço de pagamentos. Além disso, supõe-se que as demandas por exportações e importações possuam o seguinte formato:

$$M_t = \left(\frac{P_{ft} E_t}{P_{dt}}\right)^\psi Y_t^\pi \quad (\text{II.2.4})$$

$$X_t = \left(\frac{P_{dt}}{P_{ft} E_t}\right)^\eta Z_t^\varepsilon, \quad (\text{II.2.5})$$

onde $\psi (< 0)$ e $\eta (< 0)$ são as elasticidades-preço da demanda por importações e exportações; $\pi (> 0)$ e $\varepsilon (> 0)$ são as elasticidades-renda das demanda por importações e exportações; e Y_t e Z_t representam os níveis de renda doméstica e mundial, respectivamente. Tirando as taxas de crescimento em (II.2.4) e (II.2.5), obtemos

$$m_t = \psi(p_{ft} + e_t - p_{dt}) + \pi(y_t) \quad \text{e} \quad (\text{II.2.6})$$

$$x_t = \eta(p_{dt} - e_t - p_{ft}) + \varepsilon(z_t). \quad (\text{II.2.7})$$

Substituindo (II.2.6) e (II.2.7) na equação (II.2.3) e resolvendo para y , obtemos a taxa de crescimento do produto compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos:

$$y_t^{bp} = \frac{\left(\frac{E}{R}\eta + \psi\right)(p_{dt} - e_t - p_{ft}) + (p_{dt} - e_t - p_{ft}) + \frac{E}{R}(\varepsilon(z_t)) + \frac{C}{R}(c_t - p_{dt})}{\pi}. \quad (\text{II.2.8})$$

Considerando que no longo prazo os termos de troca permaneçam constantes em uma mesma moeda, ou seja, $p_{dt} - p_{ft} - e_t = 0$, a equação (II.2.8) pode ser reescrita como

$$y_t^{bp} = \frac{\frac{E}{R}(x_t) + \frac{C}{R}(c_t - p_{dt})}{\pi}. \quad (\text{II.2.9})$$

Portanto, a taxa de crescimento do produto compatível com a restrição externa (y^{bp}) é dada por uma soma ponderada do crescimento real exógeno das exportações e do crescimento

real dos fluxos de capital, dividido pela elasticidade-renda das importações. Em seu artigo original, Thirlwall (1979) obtivera a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio da balança comercial, que chamaremos aqui de y^{bc} :

$$y_t^{bc} = \frac{x_t}{\pi}. \quad (\text{II.2.10})$$

É fácil enxergar que a formulação original, também conhecida como “lei de Thirlwall”, é um caso particular da formulação mais geral com fluxos de capital (8), quando se considera que não existem fluxos de capitais ($C = 0$) e toda a receita de moeda estrangeira provém das exportações ($E = R$). Comparando as duas versões, podemos chegar a algumas conclusões sobre o papel dos fluxos de capitais nos países em desenvolvimento. Em primeiro lugar, note que, na ausência de flutuações nos termos de troca, y^{bp} é maior ou igual a y^{cc} se, e somente se, $c_t \geq x_t + p_t$ ou seja, se o crescimento das entradas de capitais for pelo menos tão elevado quanto o crescimento da receita proveniente das exportações. Nesse caso, o país consegue acumular déficits na balança comercial sem incorrer em uma crise de balanço de pagamentos. Ou seja, as importações podem crescer mais rápido que as exportações porque a entrada de capitais fornece moeda estrangeira adicional, relaxando a restrição externa.

No entanto, manter uma alta taxa de crescimento real dos fluxos de capitais não é uma tarefa fácil. A entrada de capitais para financiar déficits comerciais gera necessariamente saídas de capital posteriores, por meio de remessas de juros, lucros, dividendos e amortizações. Como definimos C_t como entradas *líquidas* de capital, as rendas obtidas no país pelo capital estrangeiro e remetidas ao país de origem atuam negativamente sobre C_t , mesmo que as entradas brutas de capital se mantenham constantes. Logo, para relaxar a restrição externa, a entrada bruta de capital deve ser grande o suficiente para (i) cobrir as remessas de rendas e amortizações e (ii) cobrir o déficit na balança comercial. Em termos dinâmicos, isso implica em um crescimento real contínuo dos fluxos de capitais, algo claramente não sustentável no longo prazo. Em síntese, embora tenha incorporado os fluxos de capitais à análise da restrição externa ao crescimento, o modelo de Thirlwall & Hussain (1982) não impunha qualquer restrição à evolução das obrigações externas. Assim, y^{bp} não deve ser interpretado como a taxa de crescimento compatível com um equilíbrio externo sustentável a longo prazo⁸.

Essa deficiência do modelo deu origem a alguns artigos interessados em introduzir a noção de sustentabilidade ao comportamento dos fluxos de capitais, ou seja, adicionar ao

⁸ Os próprios autores reconheceram esse fato: “In the model with capital flows, balance of payments constrained growth must be interpreted to mean nothing more than the growth rate associated with the balance of payments balancing i.e. with all debits and credits summing to zero.” (THIRLWALL E HUSSAIN, 1982, p. 502)

arcabouço básico de Thirlwall & Hussain (1982) restrições que garantissem que as obrigações externas não adquirissem uma trajetória explosiva. Moreno-Brid (1998) abandonou o conceito de restrição externa enquanto saldo equilibrado no Balanço de Pagamentos e redefiniu-a em termos de uma participação constante dos déficits comerciais no produto. A justificativa apresentada pelo autor era que a razão do déficit comercial sobre a renda é o principal indicador usado pelos credores internacionais ao aprovar novos empréstimos para países em desenvolvimento, de modo que, se permanecer constante, garante ao país um fluxo estável e não explosivo de financiamento externo. No entanto, como apontado por Barbosa-Filho (2001), o modelo de Moreno-Brid (1982) tinha duas limitações importantes: em primeiro lugar, a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio externo gerada pelo modelo não é necessariamente estável e, em segundo lugar, o conceito de equilíbrio externo não discrimina entre importações de bens de investimento e pagamentos de juros, dois tipos de uso da moeda estrangeira com conseqüências macroeconômicas bastante distintas.

Tentando superar essas limitações, e deslocando o foco para a questão do endividamento externo, Barbosa-Filho (2001) constrói um modelo onde as flutuações nos empréstimos internacionais são os principais determinantes do crescimento. Ao contrário de permanecer constante em relação ao produto, o déficit comercial se ajusta de forma endógena de modo a garantir que a participação da dívida externa na renda não ultrapasse os níveis exigidos pelos mercados financeiros internacionais.

Em síntese, os fluxos de capitais podem ser fortes aliados no crescimento dos países em desenvolvimento, dado que suas exportações primárias em geral não são suficientes para financiar as importações necessárias para o investimento e a ampliação da capacidade produtiva. No entanto, um modelo de crescimento baseado em empréstimos e investimentos estrangeiros deve ter em mente a dinâmica perversa de um excessivo financiamento externo. Se as obrigações externas adquirirem uma trajetória explosiva, o país pode ter o seu acesso ao crédito cortado e ter que se submeter às exigências das instituições financeiras internacionais para a renegociação dos débitos acumulados. Nesse caso o crescimento será gravemente comprometido, já que mesmo as limitadas receitas de exportação terão de ser destinadas ao pagamento da dívida externa. Por outro lado, existem outras formas de relaxar a restrição externa que não implicam em complicações futuras sobre o balanço de pagamentos. Esforços de promoção das exportações, especialmente de bens manufaturados, podem ser extremamente vantajosos para o crescimento, dado que as exportações são, ao mesmo tempo, fonte de demanda efetiva e de divisas. As receitas de exportação têm ainda a vantagem de que

ficam no país, e não revertem-se em saídas posteriores de capitais. Além das exportações, uma outra saída para o problema da restrição externa é a redução da elasticidade-renda da demanda por importações. Quanto menos inelásticas forem as necessidades de importação em relação a elevações na renda, menor será o denominador na “lei de Thirlwall” e, portanto, maior será a taxa à qual a demanda poderá crescer antes de esbarrar na restrição de divisas. Essa idéia simples estava presente décadas antes no pensamento estruturalista de Prebisch e da CEPAL, e orientou grande parte dos esforços de industrialização na América Latina e no Brasil. No entanto, como vimos no capítulo anterior, esforços para a redução dos coeficientes estruturais podem tomar um tempo considerável antes de dar algum fruto, e muitas vezes acabam agravando a dependência externa no curto prazo.

II.3 – A restrição externa no contexto do supermultiplicador sraffiano

Um problema fundamental na abordagem de Thirlwall, que persiste mesmo em abordagens posteriores mais avançadas, como Barbosa-Filho (2001), é apontado por Freitas (2003). Na seção empírica de seu artigo original, Thirlwall (1979) calcula, para diferentes países, a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos (y^{bp}) e compara-a com a taxa de crescimento efetiva do produto. A observação de que em diversos países ambas as taxas mantiveram-se em patamares próximos ao longo do período analisado leva o autor a acreditar, erroneamente, ter encontrado uma lei geral:

“It might almost be stated as a fundamental law that, except where the balance of payments equilibrium growth rate exceeds the maximum feasible capacity growth rate, the rate of growth of a country will approximate to the ratio of its rate of growth of exports and its income elasticity of demand for imports” (THIRLWALL, 1979, p.25)

Ou seja, salvo restrições de oferta, Thirlwall acredita ter encontrado uma tendência de longo prazo para o crescimento econômico dos países. A taxa de crescimento compatível com o balanço de pagamentos funcionaria como um pólo *atrator*, determinando a evolução da taxa de crescimento efetiva. Nesse sentido, apenas políticas que elevassem y^{bp} seriam capazes de influenciar a dinâmica econômica do crescimento no longo prazo.

No entanto, Freitas (2003) argumenta que, se por um lado podemos conceber mecanismos endógenos que garantam que taxas de crescimento sistematicamente maiores que y^{bp} sejam reduzidas, não existem quaisquer mecanismos que induzam o movimento contrário. Se uma economia cresce sistematicamente acima da taxa compatível com o equilíbrio

externo, acaba por perder reservas⁹ e/ou cria-se uma forte pressão para a desvalorização cambial. Esses fatores, por sua vez, levam o governo a adotar medidas restritivas com o intuito de fechar as contas externas, reduzindo o ritmo de crescimento até o nível compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos. Mas, argumenta Freitas (2003), uma economia pode crescer de maneira sistemática a taxas menores que y^{bp} , sem que nenhum mecanismo endógeno atue para reverter essa situação. Esse problema parece não se colocar nos modelos da tradição de Thirlwall, em função de uma hipótese crucial: supõe-se que as exportações são o único componente verdadeiramente autônomo da demanda, de modo que problemas de insuficiência de demanda efetiva são completamente eliminados do modelo¹⁰. “A hipótese (arbitrária) dos autores é que a longo prazo a demanda efetiva sempre, de um jeito ou de outro, cresce o suficiente” (MEDEIROS E SERRANO, 2001, p. 115). Logo, considera-se que o limite colocado pelas contas externas é sempre atingido, e o produto efetivo tende a ser atraído para o nível máximo compatível com a restrição externa.

Se essa hipótese for relaxada, podemos conceber um cenário onde o fraco crescimento dos gastos autônomos se impõe enquanto restrição relevante ao crescimento, impedindo que o produto se eleve aos níveis permitidos pelo balanço de pagamentos. Nesse caso, o país acumulará reservas indefinidamente e crescerá sistematicamente abaixo de y^{bp} , a menos que o governo resolva intervir. Em outras palavras, se o crescimento é liderado pela demanda efetiva, existe uma *assimetria* em relação a situações de superávit e déficit no balanço de pagamentos: enquanto a perda de reservas é uma situação insustentável, o acúmulo de reservas pode ser facilmente mantido por longos períodos. Portanto, “o resultado do balanço de pagamentos deveria ser, em princípio, considerado como uma *restrição* e não como uma condição de equilíbrio em relação ao nível de produto” (FREITAS, 2003, p.12). Ao contrário do que afirmava Thirlwall, y^{bp} constitui um *limite superior* à taxa de expansão da demanda, e não uma força de longo prazo inescapável. Mais recentemente, McCombie e Roberts (2002), autores da tradição de Thirlwall, reconheceram a possibilidade de um crescimento sistemático abaixo do nível compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Os autores atribuem esse fenômeno a uma orientação de política econômica, onde o governo acumula reservas de maneira deliberada com vistas a controlar a inflação. Nesse caso, a economia estaria sujeita a

⁹ A menos que o país seja emissor da moeda de reserva internacional, como os EUA atualmente (MEDEIROS & SERRANO, 2009).

¹⁰ Isso fica explícito em McCombie e Thirlwall (1994), que supõem que: “[...] investment is financed by retained profits, government expenditure is financed by taxation, and the others exogenous components of demand are ignored [...]” (McCOMBIE & THIRLWALL, 1994, p.393).

uma restrição de política econômica (“*policy constraint*”), que se impõe antes que a restrição externa se torne relevante para o crescimento.

Um modelo mais adequado para lidar com a dinâmica do crescimento no longo prazo e suas relações com o setor externo é o modelo do *supermultiplicador sraffiano* para economias abertas. A abordagem do *supermultiplicador sraffiano* foi proposta por Serrano (1995; 1996) e insere-se na tradição da *abordagem clássica do excedente*, mais especificamente a versão moderna reformulada por Sraffa e Garegnani (SERRANO & MEDEIROS, 2004). Nesse sentido, algumas hipóteses fundamentais dessa tradição são levadas em conta. Supõe-se, em primeiro lugar, que a distribuição de renda é condicionada em grande parte por arranjos institucionais e, dessa forma, não constitui-se em uma variável de ajuste do modelo. Além disso, supõe-se que no longo prazo prevaleça um nível “normal” de preços e um grau “desejado” utilização da capacidade, de modo que variações no nível efetivo de utilização induzem variações no investimento.

Nesse contexto, Serrano (1996) argumenta que, em uma economia capitalista, o crescimento de longo prazo é determinado pelos componentes autônomos da demanda efetiva e pela dinâmica do *supermultiplicador*. O funcionamento detalhado do modelo será descrito brevemente a seguir, em uma versão simplificada extraída de Carbinato (2011). Em primeiro lugar, é importante distinguir os componentes da demanda em dois tipos: gastos autônomos e gastos induzidos. Os gastos induzidos são aqueles decorrentes de decisões de produção e/ou expectativas de crescimento da demanda, ou seja, são os gastos realizados pelas firmas – com investimento e contratação de força de trabalho – de modo a ajustar a utilização da capacidade ao seu nível desejado. Por serem induzidos, tais gastos geram efeitos multiplicadores (via consumo) e aceleradores (via investimento) sobre o produto, e juntos definem a magnitude do *supermultiplicador*. Já os gastos autônomos constituem-se em todos os demais gastos cuja determinação se dá de maneira independente às decisões de ajuste da capacidade produtiva. São eles: as parcelas do consumo e do investimento não induzidas pela renda, os gastos do governo e as exportações. Formalmente, partindo da equação básica da determinação da renda e separando os componentes autônomos e induzidos do consumo e do investimento, obtemos:

$$Y + M = C + Z_C + I + Z_I + Z_G + Z_X, \quad (\text{II.3.1})$$

onde $C = cY$ é o consumo induzido, c é a propensão marginal a consumir, $I = hY$ é o investimento induzido, h é a propensão marginal a investir e as variáveis Z_C , Z_I , Z_G e Z_X representam os gastos autônomos de consumo, investimento, gastos do governo e exportações, respectivamente. Supõe-se ainda que as importações são uma parcela do nível de

demanda agregada, de modo que, definindo $(1 - \mu)$ como o coeficiente de vazamento da economia, ou, analogamente, μ como o coeficiente de absorção interna, temos que

$$M = (1 - \mu)((c + h)Y + Z_C + Z_I + Z_G + Z_X). \quad (\text{II.3.2})$$

Substituindo (II.3.2) em (II.3.1) e isolando Y, obtemos

$$Y = \left(\frac{\mu}{1 - \mu(c + h)} \right) Z, \quad (\text{II.3.3})$$

onde $Z = Z_C + Z_I + Z_G + Z_X$, representa o total dos gastos autônomos. O termo entre parênteses é o *supermultiplicador sraffiano* para economias abertas, e expressa os efeitos multiplicadores e aceleradores dos gastos induzidos sobre o produto a partir de variações nos gastos autônomos. Note que o crescimento será liderado pela demanda se $\mu(c + h) < 1$ e $Z > 0$.¹¹ Nesse caso, podemos tirar taxas de crescimento na equação (II.3.3) para obter $g_Y = g_S + g_Z$. Ou seja, o crescimento do produto é determinado pela soma das taxas de crescimento do *supermultiplicador* e dos gastos autônomos. É importante notar que, se considerarmos a propensão marginal a consumir (c) e o coeficiente de absorção interna (μ) como parâmetros, a dinâmica do *supermultiplicador* será determinada pelo comportamento de h , a propensão marginal a investir, ou taxa de investimento¹². Serrano e Freitas (2008) consideram que a taxa de investimento varia no tempo em resposta a alterações na utilização da capacidade produtiva que, por sua vez, flutua em torno de seu nível “desejado” em resposta a diferenças entre o crescimento da capacidade produtiva e do produto efetivo. Por fim, a variação dos gastos autônomos é tida como exógena ao modelo. Note que, ao contrário dos modelos da tradição de Thirlwall, não há nada no modelo do *supermultiplicador* que garanta que os gastos autônomos levarão a economia para a trajetória descrita pela lei de Thirlwall. Em outras palavras, a restrição externa é um *limite superior* para o crescimento do produto, que pode ou não ser atingido, dependendo do comportamento (exógeno) dos gastos autônomos.

Usando o arcabouço do *supermultiplicador*, podemos estabelecer o nível de produto compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos. Suponha que o governo se empenhe em elevar o produto ao seu nível máximo compatível com o equilíbrio externo, definido aqui como Y^{BP} . Para tal, o governo define uma meta para a variação de reservas, definida por R^* . Essa meta pode ser zero, caso o governo deseje perseguir o saldo equilibrado no balanço de

¹¹ A violação da primeira condição ocorreria caso a propensão doméstica global a gastar fosse maior que a unidade, levando a economia para uma situação de restrição de oferta. Porém, o caso que nos interessa aqui e parece ser o mais relevante do ponto de vista empírico é o crescimento liderado pela demanda.

¹² Se considerarmos que no longo prazo todo o investimento é induzido, h expressa a taxa de investimento da economia.

pagamentos período a período, ou positiva, caso o governo opte por acumular reservas para se prevenir contra possíveis fugas abruptas de capitais. De qualquer maneira, R^* é definido de modo a garantir o equilíbrio, estático ou dinâmico, do setor externo. Supõe-se também que, para atingir a meta, o governo atue sobre a demanda efetiva através de variações nos seus gastos (Z_G) e/ou políticas de estímulo aos demais gastos domésticos autônomos (Z_C e Z_I). Em função dos mecanismos multiplicadores e aceleradores sobre a renda, o governo deve levar em conta que expansões (contrações) dos gastos domésticos autônomos provocam um aumento (redução) da demanda por importações. Ou seja, o governo deve escolher Z_D^{BP} , definido como $Z_D^{BP} = Z_C + Z_I + Z_G$, de modo a resolver o sistema de equações abaixo:

$$Z_X - (1 - \mu)((c + h)Y^{BP} + Z_D^{BP} + Z_X) - RLEE + TR + F = R^* \quad \text{e} \quad (\text{II.3.4})$$

$$Y^{BP} = \mu((c + h)Y^{BP} + Z_D^{BP} + Z_X). \quad (\text{II.3.5})$$

A primeira equação é a equação básica do balanço de pagamentos, com as importações já substituídas pela equação (II.3.2). A segunda equação é a equação (II.3.1), após também substituímos as importações. Ela expressa, para um dado valor das exportações e da taxa de investimento, o nível de produto gerado por Z_D^{BP} . Como Z_D^{BP} é o nível máximo de gastos domésticos que equilibra as contas externas, Y^{BP} fornece o nível máximo de produto compatível com o equilíbrio externo. Resolvendo o sistema de equações acima, obtemos:

$$Z_D^{BP} = \left[\frac{\mu - \mu(c + h)}{1 - \mu} \right] Z_X + \left[\frac{1 - \mu(c + h)}{1 - \mu} \right] (-RLEE + TR + F - R^*) \quad (\text{II.3.6})$$

$$Y^{BP} = \frac{\mu}{1 - \mu} (Z_X - RLEE + TR + F - R^*) \quad (\text{II.3.7})$$

Pela equação (II.3.7) podemos ver que o nível de produto compatível com o equilíbrio externo é determinado pelo coeficiente de absorção interna da economia (μ), pelas exportações (Z_X), pelas demais contas do balanço ($RLEE$, TR , F) e pela política de reservas do governo (R^*). É importante notar, contudo, que embora as contas do balanço e a meta de reservas apareçam explicitamente na equação de Y^{BP} , elas impactam o produto apenas de maneira indireta. Como discutimos acima, na abordagem do *supermultiplicador* o crescimento econômico é gerado exclusivamente pelos gastos autônomos e pela dinâmica do *supermultiplicador*. Dessa forma, as entradas de capitais contribuem para o produto apenas na medida em que permitem um maior nível de gastos autônomos domésticos, como expresso na equação (II.3.6). As exportações, por sua vez, contribuem duplamente para Y^{BP} : contribuem diretamente, enquanto gasto autônomo *autofinanciável*, e indiretamente, na medida em que fornecem divisas e relaxam a restrição (II.3.6) sobre os gastos autônomos domésticos.

CAPÍTULO III – ANÁLISE EMPÍRICA

III.1 – Padrões de crescimento e inserção externa

A proposta deste capítulo é tentar estabelecer uma ponte entre a discussão teórica a respeito da restrição externa, explorada nos capítulos anteriores, e a análise empírica da economia brasileira. A principal pergunta que se coloca numa análise desse tipo é em que medida a restrição externa tem sido um entrave para o crescimento econômico brasileiro, ou, em outras palavras, em que momentos a necessidade de equilibrar as contas externas implicou em uma redução da atividade econômica e dos níveis de investimento e emprego.

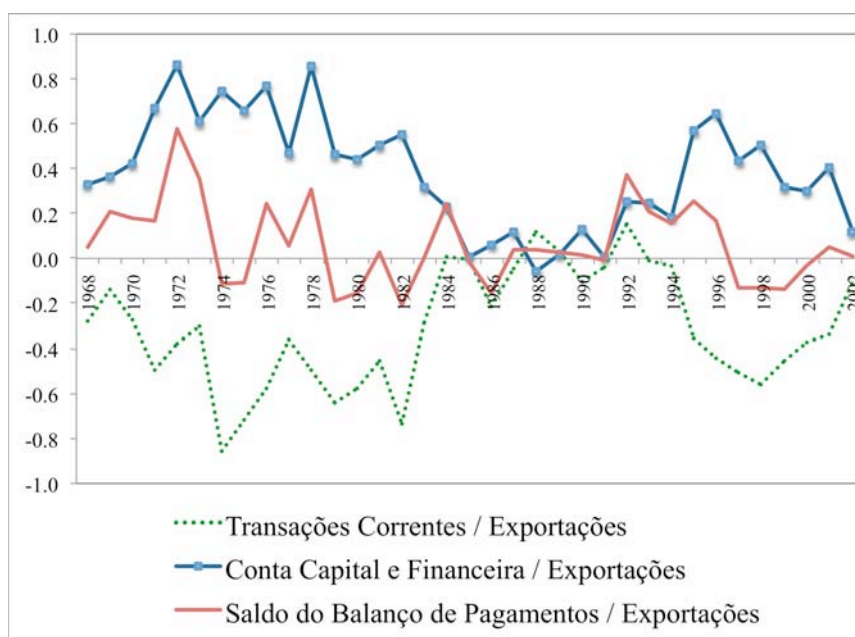
Idealmente, para responder às perguntas acima precisaríamos construir algum tipo de indicador de restrição externa que comparasse a taxa de crescimento observada com a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio *de longo prazo* das contas externas. Esta, por sua vez, deveria levar em conta não apenas o equilíbrio no balanço de pagamentos período a período, mas também as relações dinâmicas entre as transações correntes e os fluxos de capitais. Ou seja, um bom indicador de restrição externa deveria incorporar também medidas de sustentabilidade e solvência dos déficits externos correntes. Em função da enorme complexidade envolvida na construção de um índice desse tipo, que foge ao escopo deste trabalho, optou-se por uma análise qualitativa da evolução das principais contas do balanço de pagamentos e outros indicadores externos, levando em conta o contexto histórico dos diferentes períodos. Assim, embora não tenhamos uma medida clara e objetiva da restrição externa, buscaremos construir uma narrativa histórica das crises de restrição externa baseada na evolução dos principais agregados macroeconômicos e de comércio exterior, de modo a caracterizar os principais momentos de deterioração externa e eventuais crises de balanço de pagamentos.

A análise será restringida ao período 1968-2002, que, por sua vez, será dividido em três sub períodos distintos: (i) 1968-1979; (ii) 1980-1993 e (iii) 1994-2002. Essa divisão segue de perto a literatura sobre o tema, e reflete diferentes combinações de regimes de crescimento e inserção externa na economia brasileira recente. A opção por deixar o período mais recente (2003-2011) de fora da análise foi motivada pela observação de que: (i) o período 2003-2006 foi marcado por uma significativa melhora da situação externa, com superávits na balança comercial, nas transações correntes e no balanço de pagamentos e (ii) essa situação externa

favorável foi revertida apenas pela crise financeira que se iniciou em 2007 e persiste até o presente momento. Em função da proximidade temporal e da falta de consenso acadêmico quanto às suas causas e efeitos, optamos por não incluir a recente crise na análise. Além disso, dado que o foco da análise reside em situações de desequilíbrio externo, consideramos que a exclusão do período 2003-2006 – caracterizado por um excelente desempenho externo – não comprometeria o resultado geral do trabalho.

Para ilustrar a periodização proposta e fornecer uma base para a narrativa das próximas seções, o Gráfico 1 traz a evolução das transações correntes, da conta capital e financeira e do saldo do balanço de pagamentos, enquanto proporção das exportações. A divisão pelas exportações é importante porque torna as magnitudes comparáveis ao longo do tempo e controla para os movimentos nas contas externas resultantes apenas da expansão ou contração do comércio internacional e do grau de abertura da economia.

Gráfico 1 – Evolução do balanço de pagamentos como proporção das exportações



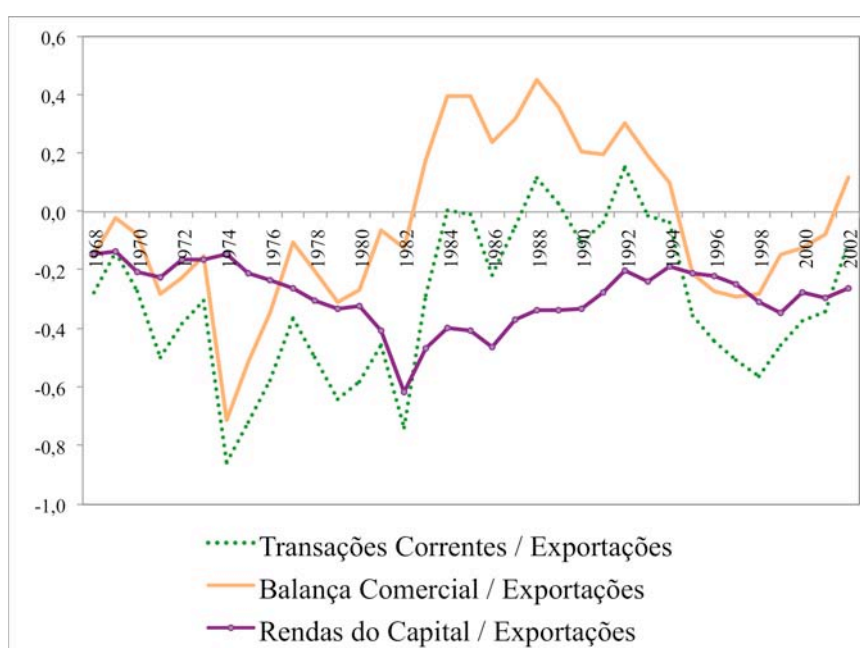
Fonte: BCB. Elaboração própria.

A razão transações correntes/exportações pode ser vista como uma *proxy* para a acumulação de passivo externo e é um bom indicador da sustentabilidade de trajetórias de crescimento com déficit externo (MEDEIROS & SERRANO, 2001). Como pode ser visto acima, de 1968 até o início da década de 1980, houve um expressivo acúmulo de déficits em transações correntes, financiados por vultuosos fluxos de capitais. A magnitude e a persistência dos déficits em transações correntes eram um indício de que não seria possível

sustentar a trajetória de endividamento externo por muito tempo. De fato, a partir do início da década de 1980, o fluxo de capitais foi drasticamente reduzido e, sem novos financiamentos externos, o déficit em transações correntes foi forçado a se reduzir e se manter perto de zero até o início da década de 1990. A partir de 1992, os fluxos de capitais voltam a crescer e o país passa a acumular novos déficits em transações correntes, o que coloca novamente em cheque a sustentabilidade do déficit externo e culmina na crise de 1998. O comportamento do saldo do balanço de pagamentos como proporção das exportações também é fundamental para detectar situações de estrangulamento externo, na medida em que sinaliza o acúmulo/perda de reservas do país. No gráfico 1 podemos ver que o saldo do balanço de pagamentos se torna negativo justamente em momentos de crise do setor externo: em 1974 e 1975 (primeiro choque do petróleo), em 1979 e 1980 (segundo choque do petróleo), em alguns momentos na década de 1980 (crise da dívida) e no período 1997-2000 (desequilíbrio externo pós-estabilização).

Seguindo a mesma linha, o Gráfico 2 discrimina dois dos principais componentes das transações correntes: a balança comercial de mercadorias e serviços e a conta de rendas. A dinâmica da balança comercial reflete o comportamento das exportações (líquidas das importações), uma variável crucial para o relaxamento da restrição externa na medida em que, como discutimos nos capítulos anteriores, é uma fonte *pura* de divisas, sem contrapartidas futuras na conta de rendas.

Gráfico 2 – Evolução das transações correntes como proporção das exportações



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Como pode ser visto acima, a balança comercial obteve um ótimo desempenho ao longo da década de 1980. No entanto, as divisas obtidas foram utilizadas quase exclusivamente para a remessa de juros, lucros e dividendos, expressos na conta de rendas do capital (MEDEIROS & SERRANO, 2001). A razão rendas do capital¹³/exportações, por sua vez, pode ser interpretada como mais um indicador de sustentabilidade do déficit externo, pois expressa a parcela das exportações que deve ser comprometida para o pagamento de rendas decorrentes de obrigações externas contratadas no passado.

Em síntese, a evolução das principais contas do balanço de pagamentos sugerem diferentes padrões de inserção externa da economia brasileira ao longo do período analisado. As décadas de 1970 e 1990 caracterizam-se pelo crescente acúmulo de passivo externo, uma situação claramente insustentável e que acabou por desembocar em crises de balanço de pagamentos e ajustes na taxa de câmbio. A década de 1980, ao contrário, caracterizou-se pelos esforços para enfrentar as condições externas adversas e solucionar o impasse externo gerado na década anterior, com graves consequências para o desenvolvimento econômico. Nas seções seguintes veremos com detalhes os acontecimentos e decisões de política econômica que contribuíram para construir tais padrões.

Como estamos interessados no impacto da restrição externa no crescimento, vale a pena conferir o comportamento dos principais componentes da demanda agregada, antes de passarmos à análise propriamente dita de cada período. Na Tabela 1 abaixo, podemos observar padrões distintos de crescimento nos três sub períodos analisados.

Tabela 1 – Taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda

	1971-1979	1980-1993	1994-2001
PIB	8,6	2,2	2,6
Investimento Privado	12,0	-1,3	3,2
Consumo Privado	8,8	1,0	2,5
Governo	5,6	6,0	3,6
Exportações	8,9	8,8	5,9
Importações	9,8	3,5	6,3

Fonte: SCN 2000, IBGE. Elaboração própria.

A década de 1970 é caracterizada por um crescimento acentuado do produto, em média 8,6% ao ano, e dos demais componentes da demanda agregada. Em particular, o investimento

¹³ São consideradas rendas do capital: (i) rendas do investimento direto (lucros, dividendos, lucros reinvestidos, juros de empréstimos intercompanhia); (ii) rendas do investimento em carteira (lucros, dividendos e juros de títulos de renda fixa); e (iii) rendas de outros investimentos (juros).

privado atinge a incrível taxa média de 12% ao ano e, apesar do bom desempenho das exportações, as importações crescem ligeiramente mais, gerando uma tendência ao déficit comercial. Esse quadro se reverte a partir de 1980, quando o crescimento do PIB e dos gastos privados domésticos se reduzem significativamente. Ao longo da década de 1980, conhecida como a *década perdida*, os gastos privados de investimento encolhem a uma taxa anual média de 1,3% ao ano e o crescimento do produto é reduzido para apenas 2,2% ao ano. As exportações, por outro lado, crescem a uma taxa bem superior à das importações, produzindo a melhora da balança comercial retratada no Gráfico 2. Finalmente, no período de 1994 a 2001, embora os gastos privados domésticos apresentem algum sinal de recuperação, o crescimento do produto continua inferior a 3% ao ano. As exportações crescem com menos força ao passo que as importações se aceleram novamente, abrindo espaço para mais um período de crescentes déficits comerciais.

III.2. – Crescimento com endividamento externo: 1968-1979

O período de 1968 a 1979 abrange os governos militares de Costa e Silva, Médici e Geisel, para os quais o crescimento econômico e o avanço da transformação estrutural da economia, fontes importantes de legitimidade do governo, se colocava como prioridade da política econômica (HERMANN, 2005). Do ponto de vista da estrutura produtiva, o processo de substituição de importações avançava para setores com maior conteúdo tecnológico, tais como bens duráveis e de capital. Como vimos no Capítulo 1, cada nova rodada de substituições gerava novas demandas por bens importados, levando a economia para o estrangulamento externo caso não houvesse um bom desempenho das exportações e/ou entrada de capitais (TAVARES, 1963). Ao longo da década de 1970 as exportações e o fluxo de capitais obtiveram um bom desempenho e foram mais do que suficientes para financiar a alta dependência de importados e garantir o avanço da industrialização brasileira.

As receitas de exportações em dólares cresceram a uma média anual de 21,3% ao longo do período, resultado tanto de um maior volume exportado quanto de uma melhora nos termos de troca do Brasil. Contribuíram para esse bom desempenho das exportações o crescimento acelerado da economia e do comércio mundial e a política deliberada de promoção de exportações no período, que será explorada mais adiante. O financiamento externo, por sua vez, foi obtido tanto através de investimentos diretos, que saltaram de US\$ 0,1 bilhões em 1968 para US\$ 2,2 bilhões em 1979, quanto através de empréstimos e outros fluxos de capitais, que passaram de US\$0,5 bilhões para US\$5,4 bilhões no mesmo período.

Como haviam caracterizado os teóricos do *ciclo endógeno*, os investimentos diretos estrangeiros vinham para o país atraídos pelas boas perspectivas de rentabilidade no mercado interno, inaugurando um ciclo virtuoso entre transformação estrutural, crescimento econômico e disponibilidade de financiamento externo. Os demais fluxos de capitais compunham-se de investimentos em portfólio e, sobretudo, empréstimos em moeda estrangeira, e seu crescimento expressivo se deveu em grande parte à abundante liquidez internacional e à política de minidesvalorizações adotada pelo governo a partir de 1968, que garantia ganhos adicionais para o investidor estrangeiro (BONELLI & MALAN, 1976). A liquidez internacional permaneceu alta ao longo de toda a década. Até 1973 era fruto das baixas taxas de juros americanas e dos superávits comerciais europeus, que juntos formaram o mercado de *eurodólares*. Após o primeiro choque do petróleo, a liquidez se recuperou com relativa rapidez, em função da inundação do mercado financeiro internacional com dólares advindos dos países exportadores de petróleo, os chamados *petrodólares*.

Como se um cenário externo favorável por si só não bastasse, o governo atuou ativamente no período, usando um leque de políticas para promover o crescimento econômico e captar recursos externos. De 1968 a 1973, período comumente conhecido como *Milagre Econômico* em função das elevadíssimas taxas de crescimento – em torno de 11% ao ano –, o governo promoveu uma série de investimentos em infra-estrutura e aumentou consideravelmente o papel das estatais no investimento total (LAGO, 1990). Com isso, construía um ambiente bastante favorável ao investimento privado, que se expandiu e se consolidou nos setores de bens de consumo duráveis e bens de capitais. Além disso, diversas medidas foram adotadas de modo a estimular a produção para a exportação. Em 1968 foi criado o Conselho do Comércio Exterior (Concex), cujos objetivos podem ser sintetizados por duas metas principais: (i) estimular, diversificar e aumentar a competitividade das exportações brasileiras e (ii) garantir um suprimento adequado de importados, principalmente matérias primas, bens de capital e intermediários, de modo a não por em risco a industrialização em curso (VON DOELLINGER *et al*, 1974). Além disso, o governo instituiu diversos incentivos fiscais e creditícios ao setor exportador, tais como isenções de impostos e linhas de financiamento especiais (PORTUGAL, 1994; BAUMANN & BRAGA, 1986). A maioria dessas medidas foram mantidas após o primeiro choque do petróleo, sinalizando a prioridade estratégica conferida pelo governo ao setor exportador.

“O Estado brasileiro, de maneira inédita, conferiu às exportações papel estratégico para a viabilização e sustentabilidade do crescimento econômico. Neste sentido, a política comercial brasileira rompe com a lógica estabelecida de atuar, apenas, no sentido de criar mecanismos para reduzir a quantidade

importada e passa a articular instrumentos que buscam ampliar a participação do Brasil no comércio internacional.” (CARBINATO, 2011, p. 86-87)

Os efeitos do primeiro choque do petróleo, em 1973, sobre as contas externas foram imediatos. Após a obtenção de sucessivos superávits no balanço de pagamentos desde 1968, o mesmo se tornou deficitário em 1974, revelando a alta dependência das importações apesar do bom desempenho das exportações. A resposta do governo aos desequilíbrios e fragilidades expostos pelo choque veio na forma de um amplo plano de investimentos, o II PND (1974-1979), dedicado aos pontos de estrangulamento da economia brasileira, dentre os quais infraestrutura, energia e exportações (BARROS DE CASTRO & SOUZA, 1985). A idéia era avançar no processo de substituição de importações de modo a reduzir a dependência do petróleo e demais bens e insumos importados e, simultaneamente, estimular o setor exportador. Nesse sentido, pode-se dizer que o governo optou por um *ajuste estrutural*, e não apenas *conjuntural*, para o desequilíbrio externo (HERMANN, 2005): em vez de adotar medidas contracionistas, o governo preferiu reduzir a dependência externa de uma maneira mais duradoura e não prejudicial ao crescimento. Ao avançar no processo de industrialização, “o II PND se propunha superar, conjuntamente, a crise e o subdesenvolvimento” (BARROS DE CASTRO & SOUZA, 1985, p. 33).

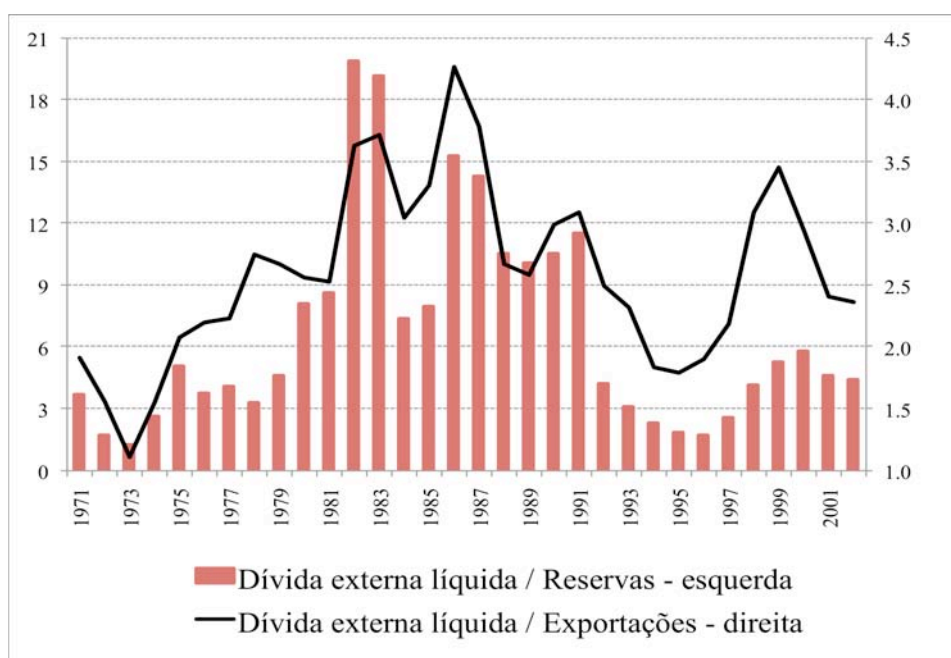
Uma consequência imediata do II PND era que ele estimulava, em vez de conter, a demanda por importações e, portanto, aprofundava ainda mais os desequilíbrios externos no curto prazo. Os déficits em transações correntes como proporção das exportações aumentaram significativamente, como pode ser visto no Gráfico 1, e mantiveram-se em níveis elevados até o início da década de 1980. O financiamento dos déficits foi possível em função da expressiva entrada de capitais, mas claramente essa situação não poderia ser sustentada por muito tempo. De fato, o intenso endividamento externo adquirido ao longo da década iria levantar dúvidas quanto à capacidade de pagamento do governo brasileiro e à sustentabilidade do modelo de crescimento com endividamento, desembocando na crise da dívida em 1982 e nos subsequentes acordos do Brasil com o FMI.

III.3 – Estagnação econômica, ajuste externo e reformas: 1980-1993

Se ao fim do II PND, em 1979, o elevado endividamento externo já colocava a economia brasileira em uma posição bastante vulnerável, alguns acontecimentos no cenário internacional iriam contribuir para agravar ainda mais a situação e levar o país para uma grave crise externa. Como pode ser observado no Gráfico 3, a dívida externa líquida como

proporção das exportações cresceu continuamente ao longo da década de 1970. Contudo, o balanço de pagamentos ficou superavitário durante quase toda a década, permitindo a acumulação de reservas internacionais e a manutenção da razão dívida externa/reservas, um indicador para a solvência externa do país, em um patamar relativamente estável até 1979.

Gráfico 3 – Dívida externa: indicadores



Fonte: BCB. Elaboração própria.

A partir de 1979, com o segundo choque do petróleo e a resposta restritiva dos países desenvolvidos, que elevaram seus juros, a situação externa se deteriorou rapidamente. Como grande parte da dívida externa havia sido contratada a juros flutuantes, a despesa com juros no balanço de pagamentos passou a exercer uma forte pressão nas transações correntes, já prejudicada pelo aumento do valor das importações (CARNEIRO & MODIANO, 1990). Assim, apesar do fluxo positivo de capitais, o balanço de pagamentos se tornou deficitário e o país começou a perder reservas. A consequência foi o drástico aumento da razão dívida/reservas, retratada no Gráfico 3, ameaçando a solvência do país e a disposição dos credores internacionais em prover novos financiamentos.

A estratégia inicial de ajuste externo adotada pelo governo consistiu em medidas restritivas e ajustes no câmbio para conter a absorção interna e redirecionar parte da produção para a exportação (HERMANN, 2005). No entanto, a remessa de rendas havia crescido a um tal ponto que, mesmo com o estímulo às exportações e a recuperação da balança comercial, o

déficit em conta corrente continuava a crescer. “Se nos anos 70 as exportações permitiam elevado endividamento sem comprometer as condições de solvência da economia, nos anos 80 tornaram-se fonte exclusiva de amortização e de remessas dos serviços da dívida.” (MEDEIROS & SERRANO, 2001, p. 128). Após a moratória o México em agosto de 1982, ficou claro para o governo que não seria possível obter novos recursos junto aos credores privados internacionais, levando-o no final do ano a iniciar as negociações para um acordo junto ao FMI. Esse acordo inaugurou uma série de rodadas de negociações com o Fundo, que estenderam o impasse externo brasileiro ao longo de toda a década e eliminaram a possibilidade de uma retomada sustentada do crescimento (HERMANN, 2005). Um fator importante para isso era a contraparte exigida pelo FMI do governo brasileiro em troca dos fundos de resgate: a adoção de políticas restritivas e a submissão destas ao monitoramento constante do Fundo. Os objetivos de tais exigências de política eram sanear os excessos cometidos na década anterior, aumentar a capacidade de pagamento da dívida externa e restabelecer a confiança do sistema financeiro internacional no país. “Os banqueiros, assim como os governantes dos países credores, apegaram-se à visão de que o monitoramento do FMI era uma condição indispensável para o rescalonoamento plurianual da dívida externa” (CARNEIRO & MODIANO, 1990, p. 342)

Como resultado das medidas restritivas, o crescimento econômico foi drasticamente reduzido, de uma média de 8,6% no período anterior para 2,2% ao ano entre 1980 e 1993. A demanda interna reduziu-se drasticamente, e o investimento privado declinou em média 1,3% no período. O crescimento do PIB só não foi menor em função do bom desempenho da balança comercial, que passou a registrar superávits a partir de 1983. Essa melhora é explicada tanto pelos esforços de contenção das importações, cujo crescimento real médio no período foi reduzido para 3,5%, quanto pelo aumento das exportações, que cresceram a uma taxa real média de 8,8% ao ano. Do ponto de vista das importações, contribuíram para o ajuste o baixo crescimento econômico e a maturação dos investimentos do II PND, que provocaram uma redução expressiva da dependência brasileira em relação aos importados (BARROS DE CASTRO & SOUZA, 1985). Sob a ótica das exportações, foram fundamentais as maxidesvalorizações de 1979 e 1983 e a continuidade dos incentivos e programas desenvolvidos no período do *Milagre* do II PND (CARBINATO, 2011).

Sob um ponto de vista analítico, a crise externa e o baixo crescimento da década de 1980 – a *década perdida* – marcaram a transição para um novo tipo de modelo de desenvolvimento. O modelo de substituição de importações e a participação ativa do Estado

na promoção do desenvolvimento foram abandonados em prol de um modelo baseado nas recomendações liberalizantes do *Consenso de Washington* (ERBER, 2011). Em linhas gerais, as propostas do *Consenso de Washington* consistiam na imposição de disciplina fiscal, na ampla liberalização comercial e financeira e em uma forte redução do papel do estado (BARROS DE CASTRO, 2005). Tais reformas seriam adotadas extensivamente a partir do governo Collor (1990-1992).

Do ponto de vista do setor externo, as reformas mais importantes foram a abertura comercial e a liberalização dos fluxos de capitais. A abertura comercial se inseria no contexto da Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) lançada no início do governo Collor, cujo objetivo era promover a competição e a competitividade da indústria brasileira. Acreditava-se que a exposição dos produtores nacionais à concorrência estrangeira implicaria em aumentos de produtividade e ganhos de eficiência, “eliminando” os produtores menos aptos e forçando os mais aptos a se modernizarem. Na prática, a redução das tarifas de importação e a eliminação de diversas barreiras não tarifárias foram implantadas de maneira abrupta, com consequências imediatas e perversas sobre diversos setores da produção doméstica. No tocante às exportações, os incentivos concedidos desde 1968 haviam sido reduzidos no final da década de 1980, mas a queda nas exportações levou o governo a retomar uma política de apoio às exportações, com financiamentos do BNDES e a instituição de novos programas, como o Proex. No entanto, o alcance das novas medidas era bastante limitado e ocupava um espaço não prioritário na agenda de reformas e combate à inflação do governo (VEIGA E IGLESIAS, 2003). A liberalização financeira, por sua vez, combinada aos juros baixos americanos e à maior liquidez internacional, deu um novo fôlego aos fluxos de capitais, que vinham para o país atraídos pelas altas taxas de juros. De 1989 até o início dos anos 2000, a conta capital e financeira registrou crescentes superávits, e o país pôde novamente acumular déficits em conta corrente. Como veremos a seguir, a entrada de capital externo foi uma peça fundamental para o sucesso do processo de estabilização da inflação na segunda metade dos anos 1990.

III.4 – Estabilização e retomada do desequilíbrio externo: 1994-2002

A partir de 1993, a conta de transações correntes voltou a ficar deficitária, e assim permaneceu até 2003. A principal razão para essa deterioração veio da balança comercial, cujo saldo estava em declínio desde 1992 e tornou-se negativo a partir de 1995. Se o setor externo não havia sido prioridade do governo anterior, o governo de Fernando Henrique

Cardoso (1994-2002) também não se esforçou para reverter a situação. A prioridade principal do governo era a estabilização de preços, o que condicionaria em grande medida a condução da política econômica no período. O Plano Real, lançado em meados de 1994, previa a manutenção de âncoras monetárias e cambiais nos anos seguintes à introdução do real, de modo a evitar uma possível retomada do processo inflacionário (MODENESI, 2005). Embora a âncora monetária tenha sido abandonada apenas três meses após o lançamento do plano, a âncora cambial foi mantida até o início de 1999, e se revelou um instrumento crucial para o sucesso do plano. O sistema de âncora cambial funcionava da seguinte maneira: o Banco Central mantinha o câmbio sobrevalorizado através de um regime de câmbio fixo (mais tarde substituído por variações do regime de bandas) cujo objetivo principal consistia em manter uma paridade estável entre o real e o dólar que servisse como uma “âncora” para os preços domésticos.

“A conjugação do processo de abertura comercial com a manutenção do real artificialmente valorizado – ao tornar os bens produzidos internamente relativamente mais caros e portanto, tender a deslocar parcela da demanda doméstica para produtos importados – exerceu forte pressão baixista sobre o nível geral de preços, contribuindo diretamente para a estabilização de preços” (MODENESI, 2005, p. 327)

A valorização do real no período foi de fato bastante expressiva se comparada aos níveis vigentes antes do período da âncora cambial: a taxa de câmbio efetiva real sofreu uma valorização de 30% nos meses seguintes à introdução do real e se manteve em patamares próximos até janeiro de 1999. Do ponto de vista da economia real, os efeitos do dólar sobrevalorizado somaram-se à abertura comercial em curso e, juntos, provocaram uma avalanche de produtos importados no mercado brasileiro (MODENESI, 2005). Face à grande concorrência dos importados, diversos produtores nacionais foram levados a encerrar suas atividades, e os que conseguiram sobreviver se viram forçados a reestruturar a produção e a reduzir custos para continuar no mercado. O mesmo tipo de problema também se colocava para os exportadores: o câmbio sobrevalorizado encarecia os seus produtos no mercado internacional e, conseqüentemente, implicava em grande perda de competitividade e compressão das margens de lucro. O governo até tentou compensar as dificuldades do setor com a introdução de novas políticas de estímulo e subsídios às exportações, porém as mesmas não se mostraram muito eficazes. Por um lado, as políticas possuíam um viés marcadamente “horizontalista”, isto é, não se articulavam com objetivos e prioridades setoriais bem definidos (MOREIRA E PANARIELLO, 2005). Além disso, o orçamento destinado a tais medidas estava subordinado à condução da política fiscal como um todo, de modo que, diante da necessidade de ajuste fiscal em 1999, os incentivos fiscais foram reduzidos e os subsídios cortados. “As políticas exportadoras ficaram, assim, em função dos desequilíbrios

macroeconômicos e caracterizaram-se por um comportamento do tipo *stop-and-go*” (CARBINATO, 2011, p. 104).

Nesse contexto, a balança comercial de bens e serviços foi sistematicamente se deteriorando: de um superávit de US\$12,1 bilhões em 1992, passou-se a um déficit de US\$16,7 bilhões em 1999. Seguindo um movimento análogo, a conta de transações correntes passou de um superávit de US\$6,2 bilhões para um déficit de US\$33,4 bilhões no mesmo período. Também contribuiu para o déficit em transações correntes o enorme aumento da despesa com rendas, que, em função dos altos juros praticados pelo governo brasileiro, praticamente dobrou no período.

É importante destacar que a manutenção de crescentes déficits externos só foi possível em função do elevado fluxo de capitais registrado no período. Fruto da liquidez internacional e da retomada da confiança na economia brasileira após a assinatura do Plano Brady (1994), a abundância de capitais externos também era atraída pelas elevadas taxas de juros praticadas pelo Banco Central para a sustentação da política cambial (BARROS DE CASTRO, 2005). Do ponto de vista da política econômica, as entradas de capitais prestavam um duplo serviço às autoridades monetárias: de um lado, permitiam acumular reservas – algo valioso em uma época permeada por crises cambiais e ataques especulativos no plano internacional – e, de outro, financiavam os crescentes déficits externos, adiando o inevitável ajuste externo. “Altas taxas nominais de juros com uma taxa de câmbio relativamente estável atraíram grande fluxo de *hot money*, que mais do que compensou o déficit comercial crescente” (SERRANO, 1998, p.7).

À medida em que o déficit em transações correntes se avolumava, ia ficando claro para o governo e para a sociedade que o setor externo caminhava para um grave desequilíbrio. Os juros elevados e a política de acumulação de reservas colocava uma grande pressão sobre as contas públicas, já que o governo emitia dívida interna para cobrir as intervenções esterilizadas no mercado de câmbio (SERRANO, 1998). A taxa de câmbio claramente não era sustentável a longo prazo, e um ajuste na política cambial se fazia cada vez mais necessário. No entanto, como havia mostrado a crise do México (1994), uma desvalorização da moeda podia fugir ao controle das autoridades e trazer de volta o temido fantasma da inflação. Segundo Giambiagi (2005), a cautela excessiva do governo em evitar a volta da inflação foi um dos principais fatores responsáveis pelo prolongamento do desequilíbrio externo:

“Ao optar por manter o câmbio valorizado, tudo indica que FHC julgou que era melhor lidar com uma situação externa difícil, mas que até então parecia contornável, do que com uma valorização que, na época, era vista pelos críticos da medida como um ‘salto no escuro’” (GIAMBIAGI, 2005, p. 172)

Em 1998, o desequilíbrio externo havia atingido um nível crítico, e as autoridades monetárias encontravam-se em uma posição extremamente delicada. De um lado, as crises da Ásia (1997) e da Rússia (1998) haviam gerado intensas fugas de capitais, forçando o governo a perder reservas e elevar os juros a níveis astronômicos para atrair capital externo, cada vez com menor eficácia. (GIAMBIAGI, 2005) Cada vez mais o mercado se convencia do desalinho da moeda brasileira e da incapacidade das autoridades em defendê-la, o que estimulava novas saídas de capitais e pouca disposição para financiar os crescentes déficits externos. No entanto, as eleições de outubro de 1998 se aproximavam, e, dada a impopularidade de desvalorizações bruscas junto à sociedade, o governo estava determinado a prorrogar qualquer mudança na política cambial para o ano seguinte. Assim, o desequilíbrio foi prolongado por mais alguns meses, até janeiro de 1999, quando o governo finalmente deixou o câmbio flutuar. Em menos de 45 dias, o câmbio passou de R\$1,20/US\$ para mais de R\$2,00/US\$ (GIAMBIAGI, 2005). O ajuste do balanço de pagamentos, no entanto, ainda demorou alguns anos para se completar: após quatro anos deficitário, o saldo do BP se torna positivo apenas a partir de 2001.

Do ponto de vista do crescimento econômico ao longo do período, o desequilíbrio externo e as medidas austeras que o seguiram foram um balde de água fria na economia recém estabilizada. A estabilização de preços em 1994 havia sido acompanhada por um aumento imediato da demanda e da atividade econômica, gerando um crescimento do PIB em torno de 5% nos dois primeiros anos do Plano Real. Entretanto, face aos desequilíbrios que desembocaram na crise cambial de 1999, a situação foi drasticamente revertida, e o PIB cresceu pouco mais de 0% no biênio 1998 e 1999. Após uma breve recuperação em 2000, a economia ainda foi atingida por novas crises em 2001 (crise da Argentina, crise de energia e atentados terrorista nos EUA), encerrando aquele ano com um crescimento de apenas 1,3%. Tomando o período como um todo, o crescimento anual médio ficou em 2,9%, apenas levemente acima dos 2,2% verificados na *década perdida* e muito abaixo do que esperavam os defensores das reformas neoliberais.

CONCLUSÃO

Neste trabalho procurou-se explorar, sob diversas perspectivas, as relações entre o crescimento econômico e o desequilíbrio externo. As trajetórias de crescimento do Brasil e de outras economias da América Latina, frequentemente perturbadas por crises de restrição externa, motivaram uma ampla literatura sobre o tema, que em si mesma é bastante rica e plural. Contudo, as diferentes teorias parecem concordar em um ponto: se o país deseja manter um crescimento elevado sem incorrer em desequilíbrios, deve atentar para o setor externo e buscar fontes de divisas que permitam um financiamento sustentável, do ponto de vista intertemporal, das compras e das obrigações do país junto ao resto do mundo.

A experiência brasileira também parece corroborar essa lição. Ao longo da década de 1970, o governo atuou ativamente na promoção das exportações e na captação de recursos externos, o que viabilizou uma alta taxa de crescimento e um avanço importante nas transformações estruturais iniciadas algumas décadas antes. A piora do cenário externo, a partir de 1979, secou as fontes de financiamento do país e, apesar do bom desempenho das exportações, os esforços de ajuste externo se arrastaram por quase toda a década. A gravidade da situação se devia em parte ao expressivo aumento do endividamento externo na década anterior, que claramente foi além da capacidade intertemporal de pagamento do país, fechando o acesso a novos credores internacionais e comprometendo grande parte das divisas brasileiras ao pagamento de juros, lucros e dividendos. Quando a situação externa voltou a melhorar, em meados da década de 1990, as prioridades do governo haviam sido transferidas para a estabilização da inflação, e outra vez o governo não atentou às condições de sustentabilidade do financiamento externo. Com os juros extremamente elevados, o câmbio sobrevalorizado e as exportações relegadas a um segundo plano, o passivo externo e os gastos com rendas adquiriram novamente uma trajetória explosiva. Mais uma vez o país caminhou para uma crise do setor externo, com graves consequências para o crescimento econômico e a geração de empregos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, M. de P. **A ordem do progresso: cem anos de política republicana 1889-1989**, Rio de Janeiro: Campus, 1990.

BACHA, E. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 285-310, 1982.

BARBOSA-FILHO, N. H. (2001). The balance of payments constraint: from balance trade to sustainable debt. *In*: McCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. (Org.). **Essays on balance of payments constraint growth: theory and evidence**. London: Routledge, 2004. p. 126-140.

BARROS DE CASTRO, L. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. *In*: GIAMBIAGI, F. et al (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. p. 141-165.

BARROS DE CASTRO A.; SOUZA, F. E. P. **A Economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

BAUMANN, R.; BRAGA, H. C. **O sistema brasileiro de financiamento às importações**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1986.

BAUMANN, R. **Exportações e crescimento industrial no Brasil**, Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1985.

BONELLI, R.; MALAN, P. Os limites do possível: notas sobre balanço de pagamentos e indústria nos anos 70. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 6(2), p. 353-406 agosto, 1976.

CARBINATO, D. **O papel das exportações no crescimento econômico e na restrição externa: uma análise para a economia brasileira entre 1970-2006**. 2011, 127 f.
Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011.

CARNEIRO, D. D. Crise e Esperança: 1974-1980. *In*: ABREU, M. P. (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 1990. p. 295-322.

CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno :1980-1984. *In:* ABREU, M. P. (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 1990. p. 323-346.

CARVALHO, V. R. S. **A restrição externa e a perda de dinamismo da economia brasileira**: investigando as relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico. Rio de Janeiro: BNDES, 2007.

CEPAL. (1949). Estudo econômico da America Latina. *In:* BIELSCHOWSKY, R. (Org.). **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL, vol. I**. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 137-178.

CHENERY, H. B.; BRUNO, M. Development alternatives in an open economy: the case of Israel. **The Economic Journal**, vol. 72, n. 285, p. 79-103, 1962.

CHENERY, H. B.; ECKSTEIN, P. Development alternatives for Latin America. **The Journal of Political Economy**, v. 78, n. 4(2), p. 966-1006, 1970.

CHENERY H. B.; STROUT, A. M. Foreign assistance and economic development. **The American Economic Review**, v. 56, n. 4(1), p. 679-733, 1966.

DAMICO, F. S. O Modelo de dois hiatos – o caso brasileiro recente. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 2, n. 3, p. 85-104, 1984.

DOMAR, E. Capital expansion, rate of growth and employment. **Econometrica**, v. 14, n. 2, p. 137-147, 1946.

ERBER, F. S.; As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio em economia política. **Revista de Economia Política**, vol 31, nº 1 (121), p. 31-55, janeiro-março, 2011.

FRANCO, G. A Inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, vol.18, nº 3(71), p. 121-147, julho-setembro, 1998.

FREITAS, F. N. P. **Uma análise das idéias de Kaldor sobre o processo de crescimento econômico**, Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

_____; O modelo kaldoriano de crescimento liderado pelas exportações, **Anais eletrônicos do XXXI Encontro Nacional de Economia**, Porto Seguro, Dezembro, 2003, [disponível em www.anpec.org.br], 2003.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC. In: GIAMBIAGI, F. et al (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1954-2004)**. Rio e Janeiro: Campus, 2005. p. 166-195.

JAYME JR., F. G.; RESENDE, M. F. C. Crescimento econômico e restrição externa: teoria e a experiência brasileira. In: MICHEL, R.; CARVALHO, L. (org.) **Crescimento Econômico: setor externo e inflação**. Rio de Janeiro: IPEA, 2009. p. 9-36.

HAHN, F. & MATTHEWS, R. The theory of economic growth: A survey. **The Economic Journal**, v. 74, n. 296, p. 779-902, 1964.

HARROD, R. F. An essay in dynamic theory. **The Economic Journal**, v. 49, n. 193, p. 14-33, 1939.

_____. *International economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1933.

HERMANN, J. Reformas, endividamento externo e o “milagre econômico”. In: GIAMBIAGI, F. et al (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1954-2004)**. Rio e Janeiro: Campus, 2005. p. 69-92

_____. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa, 2005. In: GIAMBIAGI, F. et al (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1954-2004)**. Rio e Janeiro: Campus, 2005. p. 93-115.

LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do “Milagre”: 1967-1973. In: ABREU, M. P. (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 1990. p. 233-294.

McCOMBIE, J. S. L.; ROBERTS, M. The role of the balance of payments in economic growth. In: SETTERFIELD, M. (ed.). **The Economics of Demand-led growth: challenging the supply-side vision of the long run**. Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2002.

McCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. Introduction. In: McCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. (Org.). **Essays on balance of payments constraint growth: theory and evidence**. London: Routledge, 2004. p. 1-17.

MEDEIROS, C.; SERRANO, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, J. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Rio de Janeiro: Ed. Vozes, 1999.

_____. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. *In*: FIORI, J.; MEDEIROS, C. (Orgs.). **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis: Ed. Vozes, 2001. p. 105-134.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. São Paulo: Editora Manole, 2005.

MOREIRA, M. M. Abertura e crescimento: passado e futuro. *In*: GIAMBIAGI R.; REIS, J. G.; URANI, A. (Org.). **Reformas no Brasil: Balanço e Agenda**. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004.

MORENO-BRID, J. C. On capital flows and the balance-of-payments constrained growth model. **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 21, n. 2, p. 283-298, 1998.

_____. Capital flows, interest payments and the balance-of-payments constrained growth model: a theoretical and empirical analysis. **Metroeconomica**, vol. 54, n. 2 e 3, p. 346-365, 2003.

PREBISCH, R. (1949). O Desenvolvimento econômico na América Latina e alguns de seus problemas principais. *In*: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). **Cinquenta anos de pensamento da CEPAL**, vol. 1. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 69-136.

_____ (1952). Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. *In*: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). **Cinquenta Anos de Pensamento da CEPAL**. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 181-215.

PORTUGAL, M. S. As políticas brasileiras de comércio exterior – 1974-88. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, (15)1, p. 234-252, 1994.

RODRIGUEZ, O. **Teoria do Subdesenvolvimento da CEPAL**. Rio de Janeiro: Ed. Forense-Universitária, 1981.

SERRANO, F. Long period effective demand and the Sraffian Supermultiplier. **Contributions to Political Economy**, 14, p. 67-90, 1995.

_____. **The Sraffian Supermultiplier**. Tese de doutorado não publicada, Universidade de Cambridge, Cambridge, Inglaterra, 1996.

_____. Tequila ou tortilla: notas sobre a economia brasileira nos noventa. **Archetypon**, ano 6, n.18, setembro/dezembro, 1998.

SERRANO, F.; FREITAS, F. N. P. **O Supermultiplicador Sraffiano e o papel da demanda efetiva nos modelos de crescimento**, mimeo, IE-UFRJ, 2008.

SERRANO, F.; MEDEIROS, C. O desenvolvimento econômico e a retomada da Abordagem Clássica do Excedente. **Revista de Economia Política**, vol.24, nº2 (94), abril-junho, p. 238-256, 2004.

SERRANO, F.; WILLCOX, D. O Modelo de dois hiatos e o supermultiplicador. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, p. 37-64, 2000.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern macroeconomics: its origins, developments and current state**. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited, 2005.

SOLOW, R. A contribution to the theory of economic growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 70, n. 1, p. 65-94, 1956.

TAVARES, M. C. (1963). Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil, *In: _____ Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1983. p. 27-124.

_____ (1978). **Ciclo e crise**. Campinas: Unicamp, 1998.

THIRLWALL, A. P. (1979) The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences. *In: McCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. (Org.). Essays on balance of payments constraint growth: theory and evidence*. London: Routledge, 2004. p. 21-27.

THIRLWALL, A. P.; HUSSAIN, M. N. (1982). The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between developing countries. *In: McCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. (Org.). Essays on balance of payments constraint growth: theory and evidence*. London: Routledge, 2004. p. 28-39.

VEIGA, P. M.; IGLESIAS, R. Políticas de incentivo às exportações no Brasil entre 1964-2002: resenha de estudos selecionados. **Temas de economia internacional**, Secretaria de Assuntos Estratégicos, Ministério da Fazenda, Brasília, 2003.

VON DOELLINGER, C.; FARIA, H. B. C.; CAVALCANTI, L. C. **Política brasileira de comércio exterior e seus efeitos: 1967/73**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.